

# NUEVA MODIFICACIÓN DEL ÁMBITO CONCURSAL

Nos encontramos con otra modificación más en el ámbito concursal, y ya van... probablemente demasiadas. El Real Decreto Ley 4/2014 ha llevado a cabo una ambiciosa reforma esta vez en materia de Acuerdos de Refinanciación Preconcursoales con el objeto de facilitar su adopción. Para su análisis contamos con varios expertos, así Francisco José León Sanz lleva a cabo un detallado estudio de las distintas modalidades de los acuerdos de refinanciación preconcursoales que introduce la nueva norma; Andres Recalde Castells profundiza en aquellos acuerdos consistentes en la conversión de deuda en capital (*debt equity swap*) destacando la falta de una adecuada coordinación entre las reglas del derecho societario y las del régimen concursal; y por último Encarna Cordero efectúa un clarificador análisis crítico de cómo afecta la nueva norma a los acreedores con garantía real, poniendo de manifiesto la alteración que se lleva a cabo de su tradicional posición y facultades en el ámbito concursal.



## La reforma de los acuerdos de refinanciación preconcursoales

**FRANCISCO JOSÉ LEÓN SANZ**  
Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Huelva  
y Of Counsel de Pérez-Llorca

### Los objetivos de la reforma

El Real Decreto Ley 4/2014, de 3 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, trata de potenciar los acuerdos de refinanciación como vía para lograr el saneamiento de las empresas sin tener que proceder a su liquidación, con el único requisito de la homologación, en su caso.

El régimen inicial de los acuerdos de refinanciación introducido por el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, parecía especialmente concebido para la atención de los problemas específicos derivados de la crisis inmobiliaria. En las empresas que se dedican a esta actividad, la fuente de crédito se apoya en los activos inmobiliarios. La insolvencia de las empresas inmobiliarias suele venir determinada

por un exceso de endeudamiento como consecuencia de una minusvaloración de los activos y por la falta de liquidez cuando se produce una caída de la demanda. Los acuerdos de refinanciación en el Real Decreto Ley 3/2009 estaban concebidos para refinanciar la deuda con el fin de hacer posible la continuidad de la sociedad hasta que se superase la crisis inmobiliaria y para facilitar las transmisiones de activos inmobiliarios para lograr la reducción de la deuda. Al mismo tiempo, la subsistencia de las sociedades sujetas a los acuerdos de refinanciación se traducía en que se evitaba la incorporación al balance de las entidades de crédito de activos inmobiliarios.

**El régimen inicial de los acuerdos de refinanciación introducido por el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, parecía especialmente concebido para la atención de los problemas específicos derivados de la crisis inmobiliaria**

En cambio, el Real Decreto Ley 4/2014 se encuentra orientado más bien a dar respuesta a los problemas que plantean las crisis empresariales en otros sectores económicos como el de la industria. En estos sectores, la fuente del crédito des cansa fundamentalmente en los flujos de



Antes del "abismo concursal" hay que facilitar encontrar alternativas viables.

la actividad empresarial y en los valores inmateriales generados por la propia empresa. El patrimonio inmobiliario normalmente es insuficiente como garantía de la financiación necesaria para el desarrollo de la actividad empresarial. El saneamiento de esta clase de empresas en los supuestos de un apalancamiento excesivo requiere de la reorganización empresarial, que ordinariamente conlleva la transmisión o la liquidación de las unidades económicas, y la reestructuración de la deuda mediante la capitalización de parte de la financiación, lo que suele implicar un cambio de control, como paso previo a la aportación de nuevos fondos.

Con esta finalidad, se modifica el régimen de los acuerdos de refinanciación para facilitar que se pueda proceder a una reestructuración del pasivo, a una reestructuración de la empresa y/o a un cambio en la relación entre recursos propios y recursos ajenos mediante la conversión de deuda en capital (*debt equity swap*). Una de las novedades más importantes es la posibilidad de imponer los acuerdos de refinanciación incluso a los titulares de créditos financieros garantizados, cuando se cumplan determinados requisitos. La nueva

**En función de los efectos que se derivan de su adopción, los acuerdos de refinanciación se pueden clasificar en dos grandes grupos: acuerdos de refinanciación con efectos ordinarios y acuerdos de refinanciación con efectos extendidos**

presentación de un informe por el auditor de cuentas de la sociedad o por un auditor nombrado al efecto por el Registrador mercantil.

Una vez adoptado el acuerdo de refinanciación, se ha de elevar a instrumento público. Estos requisitos se refuerzan, en su caso, con el control judicial, cuando se prevea su homologación. La intervención de un experto independiente que se pronuncie sobre el acuerdo de refinanciación se contempla en la reforma como un requisito opcional.

regulación ha optado por establecer diferentes clases de mayorías, en lugar de la formación de clases o grupos de acreedores, para evitar la litigiosidad inherente a esta alternativa según se ha puesto de manifiesto en la experiencia comparada.

### La tipología de los acuerdos de refinanciación

En función de los efectos que se derivan de su adopción, los acuerdos de refinanciación se pueden clasificar en dos grandes grupos: acuerdos de refinanciación con efectos ordinarios y acuerdos de refinanciación con efectos extendidos. A su vez, dentro de los acuerdos de refinanciación con efectos comunes se pueden distinguir los acuerdos de refinanciación singulares, los acuerdos de refinanciación colectivos y los acuerdos homologados ordinarios. Por su parte, en la categoría de los acuerdos de refinanciación homologados con efectos extendidos se pueden diferenciar los que producen un aplazamiento y los que tienen por efecto un aplazamiento y también una quita, entre otras medidas.

Los requisitos a los que se somete la celebración de los acuerdos de refinanciación tratan de asegurar la justificación económica y la razonabilidad de los acuerdos (requisitos objetivos) y el apoyo de una parte importante de los acreedores (requisitos subjetivos). El cumplimiento de estos requisitos se ha de observar en el momento de la suscripción del acuerdo. La correcta formación de las mayorías se asegura mediante la



**Acuerdos de refinanciación ordinarios**

**1.- Acuerdos de refinanciación singulares**

Los acuerdos de refinanciación singulares del artículo 71 bis.2 de la Ley Concursal están concebidos para favorecer la concesión de crédito a los deudores con dificultades para obtenerlo mediante acuerdos bilaterales. En esta clase de acuerdos, los requisitos objetivos cobran una especial trascendencia y se regulan con particular detalle con la finalidad de asegurar la razonabilidad del acuerdo y, sobre todo, que el acreedor que otorga la financiación no obtenga ventajas injustificadas.

El acuerdo de refinanciación singular ha de suponer una ampliación de la financiación y/o una reducción del pasivo de forma que se produzca un incremento de la proporción entre el activo y el pasivo. En segundo lugar, se exige que el acuerdo de refinanciación conlleve un aumento de la liquidez

tes no puede exceder en un tercio al tipo aplicable a la deuda contraída previamente.

En el caso de que el acuerdo de refinanciación prevea el otorgamiento de garantías a favor del acreedor, el valor de las garantías resultantes se ha de corresponder con el importe de la financiación. A este respecto se establece que el valor de la deuda pendiente de los acreedores que suscriben el acuerdo de refinanciación no puede exceder el noventa por ciento del valor del objeto de la garantía. Al mismo tiempo, se dispone que la nueva financiación, entregada en virtud del acuerdo de refinanciación, debe mantener la proporcionalidad que tuvieran las garantías sobre deuda pendiente con anterioridad al acuerdo adoptado.

El acuerdo de refinanciación ha de incorporar una justificación económica suscrita por el deudor y los acreedores en la que se expresen las razones que apoyan la celebración del acuerdo y cada uno de los elementos que lo integran. En esta justificación económica se deberá acreditar el cumplimiento de las condiciones establecidas para esta clase de acuerdos.

La celebración de los acuerdos de refinanciación singulares no se circunscribe a una categoría de sujetos ni tampoco se excluyen a determinados acreedores como podrían ser aquellos que tuvieran la condición de personas especialmente relacionadas. De esta forma, se potencia la concesión de crédito no sólo por parte de entidades financieras sino también por los socios o por la sociedad dominante o por otras sociedades del grupo del deudor.

**2.- Acuerdos de refinanciación colectivos**

El régimen de los acuerdos de refinanciación colectivos, previstos en el artículo 71 bis de la Ley Concursal, adoptados por una mayoría sobre el total del pasivo se corresponde básicamente con el de los acuerdos de refinanciación

que existía antes de la reforma introducida por el Real Decreto Ley 4/2014. Como ya se ha indicado, la novedad más importante consiste en que deja de ser obligatoria la intervención de un experto independiente.

**3.- Acuerdos de refinanciación homologados ordinarios**

En el régimen de los acuerdos de refinanciación homologados ordinarios de la Disposición Adicional 4ª de la Ley Concursal se han introducido algunas novedades relevantes en relación con el régimen anterior. Mediante estos acuerdos se pretende hacer posible la continuidad de la empresa a través de una refinanciación comprometida por la mayoría del pasivo financiero.

A partir de la reforma de 2014, la mayoría exigida para la adopción de los acuerdos de refinanciación homologados ordinarios se rebaja al cincuenta y uno por ciento del total del pasivo

financiero del deudor. El endeudamiento financiero se delimita de una forma más amplia ya que ahora comprende todos los créditos con una finalidad económica financiera con independencia de que el acreedor sea o no una entidad sujeta a supervisión por una autoridad pública. En el supuesto de los préstamos sindicados, se considera que suscriben el acuerdo de refinanciación siempre que voten a favor del acuerdo al menos el setenta y cinco por ciento del pasivo representado por el importe total préstamo sindicado, salvo que las normas que regulan la sindicación prevean una mayoría inferior, en cuyo caso se habrá de aplicar esta última.

Los efectos del acuerdo quedan sujetos a que se proceda a la homologación judicial. En ejecución del acuerdo de refinanciación, el Juez podrá decretar el levantamiento de los embargos que se hubieran producido en procedimientos de ejecución iniciados por deudas afectadas por el acuerdo de refinanciación.

Finalmente se establece que no se pueda presentar una nueva solicitud de homologación judicial de un acuerdo de refinanciación en el plazo de un año por el mismo deudor. De esta forma, se abre la vía para adoptar sucesivos acuerdos de refinanciación que puedan ser homologados cuando sea necesario porque hubieran cambiado las circunstancias y las necesidades del deudor.

**4.- Efectos de los acuerdos de refinanciación ordinarios**

Los acuerdos de refinanciación singulares, los acuerdos de refinanciación colectivos y los acuerdos de refinanciación homologados ordinarios tienen una serie de efectos comunes. El efecto más importante consiste en que estos acuerdos no pueden ser objeto de rescisión concursal (art. 71bis.1 y DA 4ª.13 LC).

Se establecen, además, otros efectos, también de considerable trascendencia, entre los que destaca el que los créditos que impliquen nuevos ingresos de tesorería se califiquen como deudas de la masa (a partir del segundo año de la entrada en vigor del Real Decreto Ley 4/2014, esta medida se restringe al cincuenta por ciento de los nuevos ingresos de tesorería y se limita su alcance en relación con las personas especialmente relacionadas en los términos previstos en el artículo 84.2.11 LC y en la DA 2ª Real Decreto Ley 4/2014). Asimismo, se dispone que no tengan la consideración de personas especialmente relacionadas los acreedores que hayan procedido a la capitalización total o parcial a los efectos de la calificación de los créditos que ostenten como consecuencia de la refinanciación. Por último, con el fin de promover la celebración de acuerdos de refinanciación se prevé que no se puedan calificar, salvo prueba en contrario, administradores de hecho, a los que hayan suscrito los acuerdos de refinanciación.

**La continuidad de la empresa del deudor que atraviesa una situación de dificultades económicas puede requerir profundas transformaciones que impliquen una reestructuración del pasivo, la transmisión de unidades económicas y/o la conversión de deuda en capital**

**Acuerdos de refinanciación homologados con efectos extendidos**

La posibilidad de extender con la homologación determinados efectos de los acuerdos de refinanciación alcanzados por una mayoría cualificada del pasivo financiero a los acreedores con pasivos financieros e incluso con pasivos financieros garantizados que no hubieran suscrito el acuerdo de refinanciación en virtud de la homologación es otra de las novedades relevantes de la Reforma de 2014.

A este respecto, se establece que una mayoría del sesenta por ciento del total del pasivo financiero puede imponer a los acreedores de pasivos financieros que no hayan suscrito el acuerdo un aplazamiento, ya sea de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad

**El acuerdo de refinanciación singular ha de suponer una ampliación de la financiación y/o una reducción del pasivo de forma que se produzca un incremento de la proporción entre el activo y el pasivo**

adeudada, con un plazo no superior a cinco años, o la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.

Estos efectos se pueden extender en virtud de la homologación a los acreedores con pasivos financieros garantizados por la parte del crédito cubierta por sus garantías siempre que el acuerdo haya sido suscrito por una mayoría de, al menos, el sesenta y cinco por ciento del total del pasivo financiero garantizado.

**Acuerdos de refinanciación homologados con efectos extendidos extraordinarios. Debt equity swap**

La continuidad de la empresa del deudor que atraviesa una situación de dificultades económicas puede requerir profundas transformaciones que impliquen una reestructuración del pasivo, la transmisión de unidades económicas y/o la conversión de deuda en capital. La realización de estas operaciones presupone para que puedan ser efectivas la participación del pasivo financiero garantizado, que normalmente constituye el pasivo principal de una empresa.

En este sentido la reforma de 2014 prevé que un acuerdo de refinanciación alcanzado por una mayoría del setenta y cinco por ciento del total del pasivo financiero puede obligar en virtud de la homologación judicial al conjunto de los acreedores de pasivos financieros a las siguientes medidas que pueden integrar el contenido del acuerdo:

- Aplazamientos que pueden ser superiores a cinco años pero inferiores a diez.
- La imposición de quitas sin que se prevea ninguna limitación normativa en cuanto a su cuantía.
- La conversión de deuda en acciones o participaciones de la sociedad o la aceptación de una quita equivalente al importe del nominal de



Enfocar las refinanciaciones desde el corto plazo no es buena solución.

de manera que permita al deudor hacer frente al cumplimiento de sus obligaciones regularmente en el plazo de un año. El tenor literal de la norma establece que, como resultado del acuerdo alcanzado, el activo corriente debe ser superior al pasivo corriente, esto es, los activos que se vayan a realizar en un plazo inferior a un año deben ser superiores a los pasivos que vayan a vencer en ese plazo. Esta medida se corresponde con la previsión de que el deudor que haya presentado una comunicación de que se encuentra en estado de insolvencia, a los efectos de suspender el deber de solicitar el concurso y paralizar el ejercicio de las acciones individuales, no puede presentar una nueva comunicación en el plazo de un año (art. 5bis LC). Finalmente, la reforma prevé que el tipo de interés de la deuda subsistente o resultante del acuerdo de refinanciación a favor del o de los acreedores interviniendo



la participación en el capital, más en su caso, de la prima de emisión. En el caso de que no haya una manifestación expresa por parte de los acreedores, se entiende que optan por la quita.

- La conversión de deuda en préstamos participativos por un plazo que puede ser superior a cinco años, pero en ningún caso superior a diez, así como la conversión de la deuda en obligaciones convertibles o en préstamos subordinados, en préstamos con intereses capitalizables o en cualquier otro instrumento financiero de rango, vencimiento o características distintas de la deuda original.

- La cesión de bienes o derechos en pago de la totalidad o de parte de la deuda.

Como en los demás tipos de acuerdos de refinanciación, los acuerdos homologados con efectos extraordinarios pueden contemplar la realización de una modificación estructural o la transmisión de unidades económicas. No se ha previsto, sin embargo, una re-



gulación especial de estas operaciones que sea adecuada a esta clase de supuestos en los que se hace necesario determinar los activos y pasivos que se transmiten; la continuidad de determinados contratos, pero no de todos como se produce en la sucesión universal; la posibilidad de adquirir los activos libre de cargas; la liberación del adquirente de la asunción de responsabilidades previstas con carácter general para la sucesión de empresa y, en el caso de que fuera necesaria la intervención de los socios, la previsión de medidas que faciliten su aprobación.

El contenido de los acuerdos de refinanciación con efectos extraordinarios se pueden extender en virtud de la homologación a los acreedores con pasivos financieros garantizados por la parte del crédito cubierta por sus garantías

siempre que el acuerdo haya sido suscrito por una mayoría de, al menos, el ochenta por ciento del total del pasivo financiero garantizado. ■

## Resumen

La reforma de los acuerdos de refinanciación preconcursales llevada a cabo por el Real Decreto Ley 4/2014 tiene como objetivo primordial la creación de vías que faciliten la continuidad de empresas que sean solventes y rentables, en particular, en sectores como el industrial, siempre que el nivel de apalancamiento sea razonable en consideración a los flujos generados por la actividad empresarial. Los acuerdos de refinanciación se pueden clasificar en función de sus efectos en dos grandes grupos: los acuerdos de refinanciación con efectos ordinarios, que incluyen los acuerdos de refinanciación singulares, los acuerdos de refinanciación colectivos y los acuerdos de refinanciación homologados ordinarios, y, por otra parte, los acuerdos de refinanciación con efectos extendidos, que incluyen a los acuerdos de refinanciación homologados que determinan la aplicación del aplazamiento convenido al conjunto del pasivo financiero y los acuerdos de refinanciación homologados extraordinarios que pueden prever medidas como el *debt equity swap*. Se plantean, sin embargo, objeciones relevantes, como consecuencia, entre otras razones, de la asimetría y de las diferencias no sólo de contenido, sino, sobre todo, de concepción, entre el régimen de los acuerdos de refinanciación preconcursales y la Ley Concursal. Esta asimetría se va a tratar de corregir en la medida de lo posible durante el proceso de aprobación de la reforma concursal que se encuentra en este momento en tramitación parlamentaria.

## Abstract

The reform of pre-bankruptcy financial agreements carried out by Royal Decree-Law 4/2014 aims mainly at creating channels to facilitate that creditworthy and profitable companies, specially in the industrial sector, continue with their activity, provided the level of leverage is reasonable compared with the cash flows generated by their business. Refinancing agreements can be classified according to their effects into two big groups: on the one hand, refinancing agreements with ordinary effects, which include individual refinancing agreements, collective refinancing agreements and ordinary homologated (court sanctioned) refinancing agreements; on the other, refinancing agreements with extended effects, which include homologated refinancing agreements, which establish the implementation of the deferral to financial liabilities as a whole, and extraordinary homologated refinancing agreements, which may contemplate measures such as debt for equity swaps. Objections against this reform have however been raised due to the asymmetry and the differences, not only in content but, above all, in the design of the pre-insolvency refinancing agreements and the Spanish Bankruptcy Act, among other issues. This asymmetry is intended to be corrected, as far as possible, during the passage of the bankruptcy reform, which is now undergoing parliamentary procedure.