



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2012/48

marzo 2012

TITULO: LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS

Autor Juana Pulgar Ezquerra

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail autor: j.pulgar@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.eprints>
Copyright © 2009 por el autor

**LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS (1)
JUANA PULGAR EZQUERRA**

**CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

Resumen: Aun cuando en el modelo español carecemos de fuentes estables de financiación de empresas en crisis al modo del "debtor in possession" norteamericano, la reforma de la ley concursal 22/2003 en virtud de la ley 38/2011 ha perseguido propiciar la financiación pre y postconcursal de empresas en crisis, analizándose en este trabajo el modelo norteamericano y las deficiencias que frente a este presenta el sistema español.

Palabras clave: Financiación, empresas en crisis, refinanciación, convenio.

Abstract: The Spanish Law traditionally had no instrument in order to ease the funding of distressed companies equivalent to the US Insolvency Law DIP. One of the purposes of the amendment made to the Spanish Insolvency Law 22/2003 by way of the Law 38/2011 is to facilitate this funding before bankruptcy or into the insolvency procedure itself. This paper focuses on the drawbacks of the US model in comparison to the Spanish Law new set of rules.

Keywords: Refinancing, Insolvency Agreements, Distressed Companies

(1) Texto de la intervención presentada en el IX Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, celebrado los días 7 y 10 de noviembre de 2011 en la Harvard Law School, con el patrocinio de Allen & Overy, Banco de Santander, J&A Garrigues, Ilustre Colegio de Registradores de España e Ilustre Colegio Notarial de Madrid. Trabajo realizado en el marco del proyecto de investigación DER 2011/28586 sobre financiación de empresas en crisis en la reforma del Derecho Concursal español del que es investigadora principal Juana Pulgar Ezquerra

LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS
JUANA PULGAR EZQUERRA

CATEDRÁTICO DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

SUMARIO

I. CONSIDERACIONES PREVIAS: FINANCIACIÓN, LIQUIDEZ Y REESTRUCTURACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS.....	4
II. UN MODELO DE REGULACIÓN DE FUENTES ESTABLES DE FINANCIACIÓN POST CONCURSO: "DEBTOR-IN-POSESSION FINANCING" NORTEAMERICANO.....	6
III. EL MODELO ESPAÑOL DE "FRESH MONEY" PRECONCURSAL EN CONEXIÓN CON REFINANCIACIONES DE DEUDA.	9
1. FUNDAMENTOS DE POLÍTICA JURÍDICA DE LA PROTECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN PRECONCURSAL: INTERESES EN JUEGO.	9
2. LOS REQUISITOS DEL RECONOCIMIENTO DEL "FRESH MONEY" A LA FINANCIACIÓN PRECONCURSAL: LA TIPICIDAD DEL ACUERDO DE REFINANCIACIÓN.....	11
3. EL CONCEPTO DE NUEVA FINANCIACIÓN: NUEVOS INGRESOS DE TESORERÍA, APLAZAMIENTOS Y FRACCIONAMIENTOS.	13
4. LA CUALIDAD DEL ENTE APORTANTE.	15
5. EL DESTINO DEL "FRESH MONEY".	16
6. LAS "DEBILIDADES" DEL "FRESH MONEY" PRECONCURSAL EN EL MODELO ESPAÑOL.	18
6.1. LA CUESTIONABLE COEXISTENCIA ENTRE PREDEDUCCIÓN Y PRIVILEGIO GENERAL.	18
6.2. EL CRITERIO DE PAGO DE LOS CRÉDITOS CONTRA LA MASA: LA FACULTAD MODERADORA DE LA ADMINISTRACIÓN CONCURSAL.	19
6.3 "FRESH MONEY" Y FINANCIACIÓN DE SOCIOS.....	21
IV. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL DE EMPRESAS EN CRISIS.	22
1. VIABILIDAD Y CONTINUIDAD DE LA ACTIVIDAD PROFESIONAL O EMPRESARIAL EN EL CONCURSO DE ACREEDORES.	22
2. EL MARCO LEGAL DE TRATAMIENTO DE LA FINANCIACIÓN POST CONCURSO EN LA LC 22/2003.....	23
3. LA INCENTIVACIÓN DE LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSO EN LA LEY 38/2011 DE REFORMA DE LA LEY CONCURSAL.....	26
4. LA POTENCIACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN POST CONCURSO: "DISTRESSED DEBT".	31

I. CONSIDERACIONES PREVIAS: FINANCIACIÓN, LIQUIDEZ Y REESTRUCTURACIÓN DE EMPRESAS EN CRISIS.

La financiación constituye un elemento esencial para todo deudor en general y en particular cuando ya se que se encuentra en situación de crisis económica, a los efectos de dotarle de una liquidez que le permita dotar de estabilidad a su estructura financiera y garantizar la continuidad de su actividad evitándose el deterioro de sus activos, tanto tangibles como intangibles, permitiéndole así mismo en algún modo la satisfacción de sus acreedores, siendo principalmente los acreedores profesionales (bancos e intermediarios financieros) los que se hallan en condiciones de responder a las solicitudes de nueva financiación del deudor en situación de crisis económica preconcursal, así como en la eventualidad de un concurso de acreedores declarado.

En España tenemos un importante problema de financiación de empresas en crisis que se ha puesto particularmente de manifiesto en el actual contexto de crisis económica por el que estamos atravesando pues, es un hecho constatado en la práctica que son numerosos los acuerdos preconcursales de carácter extrajudicial en los que acreedores y socios renuncian a parte de sus créditos (quitas) o bien conceden esperas con vistas al saneamiento preconcursal; más difícil, sin embargo, resulta en la práctica alcanzar acuerdos en cuyo marco se conceda nueva financiación, fundamentalmente porque el contexto de crisis económica del deudor en que se prestaría dicha financiación conlleva un incremento del riesgo crediticio que el acreedor ha de cubrir, o al menos minimizar, fundamentalmente porque su capital de explotación es ajeno (dinero de los depositantes) y porque la no recuperación del crédito conlleva la necesidad de cumplir con la normativa del Banco de España en materia de provisiones por insolvencia (CBE 4/2004) lo que puede incidir negativamente en sus cuentas de resultados. Ello particularmente en aquellos supuestos en que el intento de saneamiento preconcursal no obtenga los resultados perseguidos y finalmente sea declarado un concurso de acreedores, suscitándose la conveniencia de incentivar la concesión de la referida nueva financiación preconcursal mediante un privilegio concursal que opere a modo de compensación de la situación de mayor riesgo contractual en que el crédito se concede.

Asimismo, se constata también en la práctica estadísticamente que un elevado porcentaje de los concursos que se declaran concluyen con liquidación, siendo escasos los procedimientos que concluyen con convenio y, aún más, que pueden llegar a cumplirse siendo frecuentes los supuestos de liquidación concursal derivados de un incumplimiento previo de convenio. En ocasiones se ha querido encontrar la causa de esta situación en la configuración legal del presupuesto objetivo de apertura del concurso, propugnándose su modificación con el fin de adelantar en el tiempo dicha solicitud o la necesidad de rodear dicha declaración de un automatismo particularmente en supuestos de concurso voluntario. Sin embargo, a mi entender, no radicaría tanto la causa de dicho fracaso de las vías conservativas de solución al concurso en la configuración técnica del presupuesto objetivo de apertura del concurso que en nuestro modelo, en virtud del concepto de insolvencia inminente (art. 2.3 LC), podría anticipar el momento de apertura del concurso todo lo que el deudor desee al no

delimitarse temporalmente el concepto de insolvencia inminente, sino en la inexistencia en nuestro modelo, de un lado, de fuentes permanentes de financiación tras la declaración del concurso (financiación post concursal) más allá del incierto recurso al descuento de pagarés o financiaciones espontáneas de proveedores o suministradores que les permitan hacer frente a sus necesidades de "working capital", así como a los costes operativos de sus actividad y costes directos e indirectos derivados del concurso, y de otro lado, dada la incentivación insuficiente para que quienes podrían hacerlo, (bancos e intermediarios financieros fundamentalmente) presten financiación suficiente que haga posible la ejecución del convenio y en su caso del plan de viabilidad.

En efecto, la financiación pre y post concursal ha de ser incentivada particularmente en la posición que estos créditos ocuparían en un eventual concurso fundamentalmente por la vía de su preeducibilidad como créditos contra la masa. En efecto, al acreedor profesional (bancos e intermediarios financieros) le protege de manera efectiva no sólo la exención del ámbito de la rescisoria concursal ya introducida en Derecho español en virtud del RDL 3/2009 y mantenida en la ley de reforma 38/2011, sino también y sobre todo la certeza y seguridad -dado que el capital de explotación es un capital ajeno y éste fue prestado en una situación de riesgo importante- de que en un eventual concurso podrá recuperar su crédito, prestado pre o post concursalmente, a su vencimiento sin necesidad de engrosar la lista de acreedores integrados en la masa pasiva, lo que solo y exclusivamente se consigue por la vía de la preedución del "fresh money" que beneficiaría a dicho crédito con la extraconcursalidad produciéndose su satisfacción a su vencimiento.

En la originaria redacción de la LC 22/2003 no se contenía mecanismo alguno incentivador de la financiación pre y post concursal de empresas en crisis frente a lo que acontecía en otros modelos de derecho comparado europeo (Francia, Italia) pero sobre todo norteamericano, siendo de otro lado la regulación de mecanismos de esta naturaleza objeto de las recomendaciones de diversos organismos internacionales (Banco Mundial "Principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems 2001" principio 18, CNUDMI en su guía legislativa sobre régimen de insolvencia de 2006, recomendaciones 63 a 68).

Pues bien, uno de los objetivos fundamentales de la reforma de la LC 22/2003 acometida en virtud de la L 38/2011, ha sido, como se deriva de los apartados III y V de la Exposición de motivos de la ley de reforma, incentivar la financiación de empresas en crisis mediante la introducción del "privilegio del dinero nuevo" (fresh Money) a la financiación concedida en sede pre y post concursal, esto es, con anterioridad y posterioridad a la declaración del concurso, persiguiéndose con ello eliminar o al menos reducir el elemento de "forum shopping" que constituía la referida ausencia de regulación normativa de estos temas, en nuestro derecho.

En esta regulación se ha seguido básicamente el modelo europeo (Francia, Italia, etc.) de incentivación en un eventual escenario concursal de la financiación pre y post concursal, en sede de clasificación crediticia, sin haberse optado, sin embargo, por el establecimiento, como acontece en el

modelo norteamericano, de un marco normativo regulador de fuentes estables de financiación, particularmente post concurso, aspecto este en el que, como se analizará a continuación, reside la virtualidad del modelo norteamericano frente a los modelos normativos europeos.

Por ello, analizaremos a continuación brevemente el modelo norteamericano que, hasta el momento, representaría el modelo comparado más evolucionado en lo que a financiación de empresas en crisis se refiere, para abordar posteriormente el nuevo marco normativo introducido en esta materia en derecho español en virtud de la ley 38/2011 de reforma de la ley concursal 22/2003.

II. UN MODELO DE REGULACIÓN DE FUENTES ESTABLES DE FINANCIACIÓN POST CONCURSO: "DEBTOR-IN-POSSESSION FINANCING" NORTEAMERICANO.

Como se ha adelantado, la virtualidad del modelo norteamericano frente a los modelos europeos en materia de financiación de empresas en crisis, radica en que desde 1978 se regulan en el título XI del USC Bankruptcy Code fuentes o vías estables de financiación post concurso que, a través de la figura del denominado "debtor-in-possession financing" (DIP) (art. 364 Bankruptcy Code) y, en modo más residual, "cash collateral", permiten resolver óptimamente la falta de liquidez y de inversión en situación concursal (underinvestment).

Se trata de un marco normativo que permite a las partes estructurar la financiación en la forma y con las garantías que quieran sobre la base de la autonomía de la voluntad y que sobre todo permite a las partes acordar a esta financiación en situación concursal, la máxima prioridad incluso frente a garantías reales, lo que determina que en puridad en el marco norteamericano no puedan distinguirse una financiación pre y post concursal de empresas en crisis canalizándose prioritariamente dicha financiación por una vía concursal, dadas las ventajas e incentivos de que esta se rodea, frente a una financiación preconcursal, pudiendo hablarse de un auténtico "Mercado DIP de financiación post concursal de empresas en crisis" en el marco de la concepción reorganizativa del concurso. En efecto, es importante encuadrar este modelo regulatorio de financiación de empresas en crisis en la concepción reorganizativa de los procedimientos concursales que, desde 1978 con la introducción en el Bankruptcy Code norteamericano del título XI sobre "reorganization", constituye una de las características esenciales del derecho norteamericano en conexión con la filosofía de la segunda oportunidad "second chance".¹

¹ Vid sobre el impacto y cambio de concepción que en el derecho concursal norteamericano supuso la reforma de 1978, concepción que se extiende, no obstante las sucesivas reformas acometidas en el chapter 11 del Bankruptcy Code, hasta nuestros días: BIENENSTOCK "Bankruptcy Reorganization" Nueva York 1987, págs: 16 y ss; WEINTRAUB "Bankruptcy Law Manual" Boston 1980, págs. 2-21, ZWEIBEL "Creditors' Rights Handbook under the Bankruptcy Reform Act of 1978" "Special supplement to Herzog's Bankruptcy forms and practice" Nueva York 1981, págs. 21 y ss.

Me he ocupado de estos temas y de la concepción reorganizativa de los procedimientos concursales en derecho norteamericano en PULGAR EZQUERRA "La reforma del derecho concursal comparado y español", Civitas 1994, págs. 133-161.

En efecto, frente a lo que acontece en nuestro modelo en el que, no obstante la reforma introducida en nuestro derecho en virtud de la LC 22/2003, el concurso sigue teniendo, entre otros, costes reputacionales nada desdeñables constituyendo un escenario no tanto de conservación y reestructuración, cuanto de liquidación y destrucción de valor empresarial, en EEUU la utilización del chapter 11 del Bankruptcy Code permite reestructurar empresas en crisis, lo que ha permitido la regulación normativa de un auténtico mercado de financiación post concursal básicamente sobre la base del "debtor-in-possession financing" y en menor medida sobre la base del "cash collateral".²

El término "debtor-in-possession" o DIP, regulado en el marco del chapter 11 relativo a la reorganización de la persona jurídica (art. 364 del Bankruptcy Code) y cuyo origen se sitúa en los procesos de reorganización de la industria ferroviaria norteamericana acontecidos a lo largo del siglo XIX, se aplica en puridad al deudor sometido al chapter 11 del Bankruptcy Code norteamericano que, bajo un régimen de paralización de ejecuciones (automatic stay) mantiene intactos sus poderes de gestión y administración, sin la participación de un tercero ajeno a la sociedad, es decir, sin intervención judicial o de un trustee. No obstante, la inexistencia de esta intervención judicial no es consustancial a los DIP pudiendo aplicarse la financiación DIP también en los casos de intervención judicial o en el marco de procedimientos liquidativos (capítulo 7 Bankruptcy Code) o de personas físicas (capítulo 13 Bankruptcy Code).

Se instrumenta así en EEUU la financiación post concursal a través de los DIP que, como se ha adelantado, de un lado dotan al deudor de liquidez mediante nueva financiación que le permite hacer frente a sus necesidades de circulante, y de otro resuelven los problemas de inversión durante el concurso en el que es sabido que los acreedores no inyectan capital, esperando aprovecharse y utilizar las inversiones procedentes de terceros. Y todo ello a través de un procedimiento rápido y expedito presentando el deudor con su solicitud de concurso voluntario, -que ya ha acordado con una entidad financiera la financiación de que podrá disponer durante el concurso-, una "DIP motion" dentro de las "debtor's first day motions", resolviéndose aquellos supuestos que precisan autorización judicial en un plazo breve arbitrándose en 24-36 horas una instancia rápida que ya permite al deudor disfrutar, aún cuando parcialmente, de la financiación solicitada con el fin de evitar daños al deudor en sus activos resolviéndose definitivamente el tema en unos quince días máximo previa audiencia a las partes y entre ellas al Comité de Acreedores.³

² Vid. Baird/Douglas/ "Elements of Bankruptcy", Foundation Press, 2006, págs. 69-73; Baird/Douglas/Rasmussen/Robert, "Private debt and the mission lever of corporate governance". John M. Olin Law & Economics working paper, 2005.

³ Vid sobre los requisitos de las solicitudes de financiación DIP ("DIP motions") y los errores más frecuentes en los que se puede incurrir en la práctica en su solicitud. WILAMOWSKY/ FROST-DAVIES "Debtor-in-possession financing orders line by line", Boston, Mass. As part one Books, 2008, págs: 9-16. Entre nosotros vid BUIL ALDANA "La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el Debtor-in-possession financing del sistema norteamericano de insolvencias" en RCP 14/2011, págs: 383-385

En el artículo 364 del título XI del Bankruptcy Code norteamericano, se regulan en el marco de los DIP tres posibilidades entre las que pueden optar las partes con el fin de otorgar ciertas prioridades para facilitar el repago o recuperación de esa financiación, incentivando su concesión. De un lado, cabría dotar a la nueva financiación, de un grado mínimo de privilegio, con prededucibilidad (unsecured credit, art. 364 (a) y (b) del Bankruptcy Code) al mismo nivel que otros gastos del procedimiento ("administrative expenses"), no precisándose autorización judicial si dicha financiación se obtiene en el curso ordinario del negocio.

Un grado intermedio de privilegio de la nueva financiación lo representaría la denominada financiación con "superpriority or secured basis" regulada en el art. 364 (c) del Bankruptcy Code y que precisando autorización judicial, permite otorgar superioridad a esta financiación frente a otros gastos del procedimiento, permitiendo la constitución de garantías sobre activos si no tienen gravamen previo, así como de segundo rango sobre activos del deudor ya gravados. Los criterios de autorización judicial de esta preferencia se sitúan en analizar si dicha financiación redundaría en beneficio de los acreedores y de la masa, si los términos del contrato de financiación serían razonables y no perjudicarían al resto de interesados en el concurso y si los esfuerzos de obtener financiación por otras vías han resultado infructuosos. El grado superior de privilegio al que acuden las financiaciones más sofisticadas, se situaría en la denominada "financiación con súper privilegio real" (super priority lien) regulada en el art. 364 (d) del Bankruptcy Code, en virtud del cual el deudor puede otorgar garantía sobre sus activos con independencia de la existencia de un gravamen previo a favor de acreedores preexistentes, pudiendo ser el gravamen real de rango igual o superior a la garantía preexistente. Ello se condiciona a la denominada "adequate protection" en el sentido de que los acreedores que tengan garantías previas sobre dichos activos resulten "adecuadamente protegidos" respecto de la concesión de nuevas garantías (p.e. se puede pactar una compensación en metálico al acreedor anterior por la reducción del valor de su garantía).

En el mercado norteamericano de la financiación post concursal (deep lender), cabe hacer un uso defensivo u ofensivo de los DIP.; El uso defensivo, procedería de financiadores que tienen una previa relación crediticia con el concursado y que utilizan dicha financiación como vía de reforzamiento de su posición y medio para obtener el control del concursado, con el fin de lo cual se introducen en ocasiones en el contrato mismo de financiación "covenants" positivos y negativos. Frente a ello, un uso ofensivo se manifestaría en financiaciones otorgadas ex novo por financiadores que no tenían previa relación con la compañía, ni son acreedores de esta, y que otorgan dicha financiación con el fin de posicionarse en la estructura de capital del deudor y, en su caso, completado el proceso con el fin de asumir el control del deudor (loan to control DIP), frecuentemente utilizados por "hedge funds", fondos de capital riesgo y fondos distress, en el marco de "covenants" y "waivers" que proporcionan dicho control, beneficiándose además de los incentivos legales y económicos que rodean a esta financiación post concursal (p.e. los intereses y comisiones que rodean a esta financiación son superiores a los que se podrían obtener extra concurso, siendo por tanto una financiación rentable económicamente) lo que puede

combinarse con la anterior finalidad de posicionamiento o constituir fin en si mismo en modo independiente (loan oriented DIPs) ⁴.

Asimismo, es posible recurrir al denominado "cross collateralization" o "roll-up", en virtud del cual cabe un otorgamiento concursal de garantías adicionales a favor de préstamos preexistentes o su consideración como DIP.

⁵

Junto a la institución del "debtor in possession financing" a través de la que se articula la más relevante financiación post concursal de empresas en crisis en EEUU, también puede acudir a una vía más lenta, pero que también permite obtener financiación a través del denominado "cash collateral" relativo a activos líquidos (cuentas corrientes / existencias) que el deudor tiene pignoralados en garantía de un préstamo preconcursal y que le permite usar libremente estos bienes, no obstante su pignoralación, con el consentimiento del acreedor pignoralatario y autorización del juez que acreditará si dicho acreedor/es pignoralatarios que han suscrito este "cash collateral" y que se verán afectados por el uso de estos activos, reciben "adequate protection" ⁶. La ley 38/2011 de reforma de la ley concursal no ha conseguido, en modo alguno, trasladar a nuestro derecho el modelo norteamericano de fuentes estables de financiación post concursal, entre otras razones por el distinto significado funcional del concurso en nuestro modelo, así como de las garantías reales. No obstante, la incentivación de la financiación pre y post concursal de empresas en crisis, ha constituido uno de los objetivos esenciales de la reforma lo que se ha perseguido mediante la regulación legal, como absoluta novedad en nuestro derecho, del privilegio del "fresh money" a la financiación preconcursal de empresas en crisis vía refinanciación de deuda, así como a la financiación post concursal en el marco del convenio concursal y en su caso del plan de viabilidad de que se acompañe, persiguiéndose además, la incentivación del mercado de "distress debt" que constituye, como es sabido, un importante mecanismo de financiación de empresas en crisis.

III. EL MODELO ESPAÑOL DE "FRESH MONEY" PRECONCURSAL EN CONEXIÓN CON REFINANCIACIONES DE DEUDA.

1. Fundamentos de política jurídica de la protección de la financiación preconcursal: Intereses en juego.

La inexistencia en la Ley Concursal Española 22/2003, de mecanismos incentivadores de la financiación preconcursal, dado que no sólo no se

⁴ Vid ZUMBRO, P "An overview of debtor-in-possession financing" en AAVV "Debtor-in-possession financing and exit financing" Aspatore, 2010, pág 8; DARLA D. MOORE en "How to finance a debtor-in-possession" en 6 Com. Lending Rev. 3, 1990-1991, págs: 1-6; entre nosotros BUIL ALDANA ob.cit. págs: 386-388

⁵ Cross-collateralization in re Vanguard Diversified Inc. 31 BR 364 (Bankr. E.D.N.Y 1983) y roll-up in re Berry Good LLC 400 BR 741 (Bankr. D. Ariz. 2008). Vid sobre las diferencias entre "creeping roll-up" y "full roll-up" WILAMOWSKY/FROST-DAVIES, op.cit. págs: 20-

⁶ Vid sobre el volumen y significado que la financiación DIP tiene en el mercado norteamericano "The new DIPs", The Deal Magazine (22 de enero de 2010) en www.thedeal.com/newsweekly/features/special-reports/the-new-dips.php.

reconocía el privilegio de la prededucción del "fresh money", sino que en sentido inverso el crédito del financiador preconcursal podía resultar eventualmente postergado en un eventual concurso, lo que ha venido dificultando en la práctica la concesión de nueva financiación preconcursal a empresas en crisis, lo que constituía un importante elemento de "forum shopping" o migración de financiacines preconcursales hacia otros modelos de derecho comparado incentivadores de estas, lo que se ha perseguido superar en la reciente reforma de la ley concursal 22/2003 acometida en virtud de la ley 38/2011.

Es cierto que el tema de la prededucción del crédito del financiador preconcursal es un tema complejo, pues ello reduce "de facto" las expectativas de cobro de otros acreedores, incluso privilegiados, al colocar en el primer rango de satisfacción crediticia créditos que además por su elevada cuantía podrían "agotar" la masa del concurso, frecuentemente insuficiente en el actual contexto de crisis económica, pudiendo impedir eventualmente incluso la satisfacción de otros créditos contra la masa (p.e. trabajadores).

Por todo ello, acertadamente uno de los objetivos perseguidos en la ley 38/2011 ha sido incentivar la financiación preconcursal y post concursal de empresas en crisis de la que en gran medida depende nuestra recuperación económica. Esta incentivación necesariamente pasa no sólo por la protección de las refinanciacines en sede de negociación, y ejecución así como frente un eventual riesgo rescisorio en un escenario concursal, lo que en la línea iniciada en el RDL 3/2009 se completa en la L 38/2011 (art. 71.6, 5 bis, DA 4ª LC en su redacción en virtud de la ley de reforma), sino sobre todo por proporcionar al acreedor financiero la "certeza" de que en un concurso ya declarado o eventualmente declarado, podrá recuperar su crédito a su vencimiento, en consideración al incremento de riesgo asumido por la situación económica del deudor, sin necesidad de engrosar la lista de acreedores.

No obstante, el tema ha de encuadrarse en el marco de la tensión existente entre los particulares intereses crediticios de los acreedores, lícitos y protegibles como fin esencial de todo procedimiento concursal y la necesidad de promover el saneamiento o reflatamiento empresarial, resaltándose en la E.M. de la L 38/2011 cómo el deterioro de la situación económica ha puesto de manifiesto que la Ley Concursal 22/2003 en el marco de su función esencial satisfactiva de los derechos de crédito de los acreedores, no ha permitido en la práctica la conservación de la actividad profesional o empresarial del deudor, desembocando un elevado porcentaje de concursos en liquidación. No se trata, por tanto, de alterar los fines del sistema concursal anteponiendo la conservación o saneamiento a la satisfacción de los acreedores, pues lo prioritario es y debe seguir siendo la satisfacción de los acreedores, sino de permitir que dicha conservación instrumental respecto de la satisfacción de los acreedores sea propiciada en mayor medida de lo que ha sido en el contexto de la originaria redacción de la LC 22/2003; Es precisamente en este marco en el que se fundamenta y ha de situarse la introducción legal en nuestro Derecho, en virtud de la ley 38/2011 de reforma de la ley concursal, del denominado privilegio del "fresh money" preconcursal, que no habría de interpretarse como un "ius singulare" a favor

de la banca, en el marco de una posición preeminente del acreedor financiero frente a otros acreedores, sino como un incentivo que por la vía de la prededucción concursal perseguiría compensar la situación de mayor riesgo contractual en que dicha financiación preconcursal se concede. (Do ut des).

Y es que hoy, tras un largo proceso evolutivo, no se cuestionan, afortunadamente, en nuestro derecho los principios de política jurídica subyacentes al reconocimiento legal de un "fresh money", discutiéndose no obstante su extensión y límites y sobre todo su relación con otros intereses dignos de protección y en particular respecto de los intereses de los trabajadores en la satisfacción de sus créditos, habiendo manifestado en mi comparecencia en el pleno del Congreso de los Diputados, mi particular preocupación por dicha protección ⁷.

En este sentido, no se trata de reconocer en nuestro derecho al crédito concedido en sede preconcursal, sea financiero o no, el privilegio de la prededucción concursal en todo caso ni en cualquier circunstancia, sino en el marco de los presupuestos legalmente exigidos que operarían a modo de garantía de una adecuada composición entre los intereses de la conservación de empresas por la vía de la protección del crédito, particularmente, profesional y la protección de los restantes acreedores del deudor, conectándose en la ley 38/2011 el privilegio del "fresh money" que se reconoce a las financiaciones preconcursales a los acuerdos preconcursales de refinanciación típicos, configurados como novedad en la LC 22/2003, ya sean generales (art. 71.6 LC) o particulares, esto es, alcanzados con acreedores que en un 75% sean entidades financieras y, por tanto, irrevocables sobre la base de la exención rescisoria ex art. 71.6 LC que alcanza a ambas tipologías de acuerdos de refinanciación preconcursales.

2. Los requisitos del reconocimiento del "fresh money" a la financiación preconcursal: La tipicidad del acuerdo de refinanciación.

En este marco de acuerdos de refinanciación típicos, la incentivación de la financiación preconcursal se produce en la ley 38/2011 de reforma de la ley concursal por una doble vía: de un lado, mediante la consideración del "fresh money" como crédito contra la masa en un 50% y como crédito con privilegio general respecto del 50% restante (arts. 84.2.11º y 91.6º LC introducidos en virtud de la ley 38/2011) siendo comunes los presupuestos materiales a los que se condiciona el reconocimiento de una y otra clasificación crediticia, en el marco de un acuerdo general o particular de refinanciación.

Los requisitos a los que se condiciona en el modelo español el reconocimiento de un "fresh money" a la financiación preconcursal, son los mismos que determinan en la L 38/2011 la tipicidad de un acuerdo de refinanciación y a los que se condiciona en el art. 71.6 LC la protección legal dispensada en un eventual escenario concursal.

⁷ Vid texto de mi intervención en Beltrán/Campuzano, "Materiales de la reforma concursal 2009-2011". Valencia, 2012.

Por tanto, solo se reconoce un privilegio de "fresh money" a aquellas financiaciones concedidas en el marco de un acuerdo de refinanciación de carácter conservativo que, en todo caso, responder a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo y que, cumulativamente, haya sido suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo en la fecha de adopción del acuerdo, debiendo provenir, en los acuerdos particulares, al menos un 75% de dicha suscripción de entidades financieras; Haya sido informado favorablemente por un experto independiente designado por el registrador mercantil y se haya formalizado en instrumento público, al que se habrán unido todos los documentos que justifiquen su cumplimiento y el cumplimiento de los requisitos anteriores.

Por tanto, se subordina el privilegio del "fresh money" preconcursal que operaría con carácter automático sin necesidad de expresa previsión por las partes al respecto al cumplimiento de los anteriores requisitos, de los que se deriva que:

- Sólo se reconoce el privilegio respecto de nuevas financiaciones preconcursales concedidas en el marco de un acuerdo de refinanciación general o particular y que por tanto conllevan un incremento del crédito disponible, no extendiéndose a financiaciones preconcursales efectuadas "en cualquier forma" y al margen de un acuerdo de refinanciación, como acontece en la normativa italiana recientemente aprobada, en la que tienen cabida dentro del privilegio también financiaciones "ex novo" utilizadas para incrementar una confianza preexistente.

- El reconocimiento del privilegio no se conecta en el modelo español como acontece en el modelo francés (L622-II del C de C) o italiano? al control judicial del acuerdo preconcursal en cuyo marco se acuerda la refinanciación, sino a la tipicidad del acuerdo general o particular de refinanciación, en el sentido, de cumplimiento de las garantías condicionantes de la protección recogidas en el art. 71.6 LC y en particular determinantes de la irrevocabilidad del acuerdo. En efecto, en un acuerdo general de refinanciación ex art. 71.6 LC no se produce intervención judicial alguna y sin embargo, en tanto en cuanto, dichos acuerdos sean "típicos", las financiaciones "inyectadas" en este ámbito podrán beneficiarse y disfrutar de dicho privilegio de "fresh money". No obstante, la ausencia de un control judicial sobre el "fresh money" al modo francés o italiano no conlleva una inexistencia de control sobre este, sino la sustitución o coexistencia en los acuerdos particulares de dicho control judicial con un control notarial /registral al que se añade en un eventual concurso el análisis del grado de participación del concursado o eventuales "cómplices" en la generación o agravamiento de la insolvencia.

En efecto, se reconoce un "fresh money" a las financiaciones que conforme a un plan de viabilidad permitan la continuidad de la actividad y ello no deriva de apreciaciones inter partes en un marco exclusivamente negocial, sino de la intervención de un experto independiente nombrado por un registrador mercantil (1º control registral) que conforme al art. 71.6.2º informe favorablemente, entre otros aspectos, sobre el carácter razonable y realizable del plan y, por tanto, sobre la referida continuidad de la actividad, ejerciendo

el notario un ulterior control de legalidad formal dando fe de la concurrencia de dicho informe que se elevará a instrumento público junto al acuerdo mismo de refinanciación. (control notarial) a lo que se añadiría en los acuerdos particulares un ulterior control judicial que solo homologará el acuerdo si se reúnen los requisitos recogidos en el apartado 1º de la DA 4ª, que reenvía al, ya analizado, art. 71.6 LC.

Por tanto, carecían de fundamento aquellas consideraciones que reputan "sin control" el reconocimiento de un privilegio de "fresh money" a la financiación preconcursal en nuestro derecho.

- La nueva financiación no ha de ser rescindible, al haberse concedido en el marco de un acuerdo de refinanciación en el que concurren las condiciones en que opera la exención rescisoria contenida en el art. 71.6 introducida en la LC por la L 38/2011, esto es, en el marco de las mayorías legalmente exigidas y de un plan de viabilidad acompañado de informe de experto independiente.

- No se regulan en el modelo español las conexiones entre privilegio de "fresh money" y concesión abusiva de crédito, que carece de otro lado, de regulación jurídico-positiva o jurisprudencial en nuestro derecho, frente a lo que acontece en modelos como el francés en el que, no sólo se tipifica legal o jurisprudencialmente dicha concesión abusiva, sino que además se regulan las conexiones entre privilegio de "fresh money" y concesión abusiva de crédito excluyéndose esta última respecto de financiaciones que disfrutaban de aquel privilegio. En efecto, en derecho francés el art. L 650 - 1 C de Com delimita con claridad los supuestos en los que los financiadores podrán ser condenados por concesión abusiva de crédito (fraude, injerencia en la gestión o garantías desproporcionadas). Asimismo, en el modelo italiano se excluye la posibilidad respecto de pagos y operaciones realizados en ejecución de un acuerdo homologado de reestructuración de deudas ex art. 182 bis L. Fall.

Se garantiza, por tanto, en el modelo español la irrevocabilidad de la financiación privilegiada con el "fresh money" por la vía del cumplimiento de los requisitos del art. 71.6 LC, pero no así que resulte excluida dicha financiación de una posible imputación de concesión abusiva por la vía de la responsabilidad extracontractual, lo que conlleva una indeseable inseguridad jurídica. ⁸

3. El concepto de nueva financiación: Nuevos ingresos de tesorería, aplazamientos y fraccionamientos.

Todo acuerdo de refinanciación, en principio, conlleva una nueva financiación en sentido amplio, ya sea en forma de quita, aplazamientos o novación, pero

⁸ Me he ocupado de estos temas en "La responsabilidad de las entidades financieras por concesión abusiva de crédito en derecho español" en AAVV "Tendencias actuales entorno al mercado del crédito", Dir. Pulgar Ezquerro, Madrid 2010, págs: 111-141; vid MARTÍNEZ MARTÍNEZ "Concesión abusiva de crédito en las refinanciaciones preconcursales: Su discutible margen ante la proyectada reforma de la ley concursal" RcP 15/2011, págs. 183-199.

con el fin de permitir la continuación de la actividad puede interesar discriminar dentro de esa financiación cierto tipo de "auxilios financieros" en dinero fresco, que suele provenir de entidades financieras que se encuentran en posición de hacerlo, y que en la ley 38/2011 se individualizan con la expresión "créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería" (art. 84.2.11º y 91.6º LC).

En efecto, la prededucción (art. 84) así como el privilegio general (art. 91), se vinculan en la ley de reforma 38/2011 de la ley concursal a "créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería" lo que contrasta con el modelo italiano en el que no se especifican las "modalidades de financiación" que disfrutarían del privilegio del "fresh money", acogándose a este financiación realizadas en cualquier forma ⁹, y aproxima nuestro modelo al francés aún cuando es un modelo más restrictivo. En efecto, en derecho francés (art. L 611 - 11, 1º párrafo) se especifican las modalidades de financiación, que disfrutarían de "fresh money", concediéndose este no solo como acontece en el modelo español, a las nuevas aportaciones dinerarias (con exclusión de aplazamientos o fraccionamientos) y tan solo en lo que se refiere al principal, con exclusión por tanto de interés, sino también a los bienes o servicios nuevos concedidos en el marco del acuerdo homologado ¹⁰ y en la medida en que ello permita la continuidad de la actividad, bienes y servicios que sin embargo, en el modelo español quedan excluidos del "fresh money".

El empleo de dicha fórmula en el modelo español, es el resultado de amplios debates en la sección especialmente constituida en el seno de la Comisión General de Codificación para la reforma concursal, en la que se eludió expresamente la lacónica expresión "nuevos créditos", así como la referencia a meras "aportaciones de tesorería", empleada en el modelo francés ("Nouvel apport en trésorerie") tras lo que subyacía y en particular respecto de ésta segunda expresión de algún modo un posicionamiento sobre el tratamiento que en este ámbito tendrían las aportaciones al capital provenientes de socios y asociados en la tradicional dialéctica entre financiación interna versus externa en situación preconcursal. En efecto, aún cuando el empleo del término "ingresos de tesorería", en sustitución de "aportaciones de tesorería", es suficientemente amplio en su acepción coloquial para incluir toda entrada en caja de financiación, sin embargo en éste contexto parecería conectar con "auxilios financieros", esto es, con dinero fresco proveniente de líneas de créditos, con exclusión de aportaciones de socios del deudor en el marco de un aumento de capital.

⁹ CASTIELLO D'ANTONIO, "Acuerdos de reestructuración: Nueva financiación preconcursal y "fresh money", RCP 15/2011, pág.: 507

¹⁰ Vid PÉROCHON/BONHOMME "Enterprises en difficulté. Instruments de crédit et de paiement" LGDJ; LE CANNU/LUCHEUX/PITRON/SÉNÉCHAL "Prevention, redressement et liquidation judiciaires" GLN Yoly 1995, nº. 1364. LE CORRE "Le privilège de la conciliation" en Placard GP 123276. Sgm. Gazette du Palais; ROUSSEL GALLE "Les privilèges de procédure" en Dossier sûretés et procédures collectives, june 26/2009, págs. 25 y ss. Entre nosotros, vid tratando estos temas en derecho francés FERNANDEZ TORRES "Prevención de la insolvencia y fresh money. Modelos comparados y propuestas de reforma" en RCP 15/2011, págs. 212-213.

Ahora bien, la posición del socio en relación al "fresh money", habría de analizarse distinguiendo aquéllas aportaciones que realiza en forma de capital, que como se ha analizado parecerían excluidas del ámbito del "fresh money" legal de aquéllos otros supuestos en que dicha aportación se realiza en forma de crédito vía préstamo ordinario actuando el socio como financiador, lo que es frecuente en la práctica y adecuado cuando el problema no es de recursos propios sino de liquidez, supuestos éstos en los que en ocasiones sólo el socio estaría dispuesto a efectuar dicha financiación aportando liquidez. Desde ésta perspectiva, entiendo que el socio financiador preconcursal debería recibir a efectos de "fresh money" el mismo tratamiento que el financiador externo siendo paralelo en uno y otro supuesto el fundamento de la tutela que residiría en el especial riesgo que asume quien "presta", conociendo las dificultades financieras en que se encuentra incurso el deudor y su proximidad al concurso, resultando en éste ámbito justificada la incentivación no sólo de la financiación externa sino también interna.

Ahora bien, el problema es que en virtud del referido préstamo el socio se ha convertido en un eventual concurso, por imperativo legal, en acreedor subordinado dada su proximidad al deudor, en el marco del automatismo que rodea a dicha subordinación en nuestro modelo y que en gran medida se mantiene en el texto proyectado, no obstante las modificaciones introducidas en relación a la subordinación de créditos de personas relacionadas con el deudor discriminándose en razón de la naturaleza del crédito de que sean titulares, subordinándose expresamente en el art. 92.5º de la LC los créditos derivados de la financiación a la sociedad de socios o sociedades pertenecientes a un grupo ("préstamos o actos jurídicos equivalentes"), mutando dicha posición en virtud del privilegio del "fresh money" en prededucible y privilegiada al 50%. Ello conlleva un "salto" en la graduación no concursal que para ser admisible entiendo habría de estar expresamente prevista por el legislador, como acontece en el modelo francés o más recientemente en el modelo italiano (art. 48 rd reconoce prededucción a los socios hasta el 80%) residiendo de otro modo en la propia autonomía de la voluntad dicho cambio de clasificación crediticio. Nada se disponía inicialmente en el ALC, determinando las anteriores argumentaciones expuestas que, salvo si como a mi entender resultaría aconsejable, en la tramitación parlamentaria de la reforma expresamente se incluyera expresamente dicha extensión a los socios, aun cuando fuera como en el modelo italiano con limitación a un porcentaje del crédito, con el actual tenor literal de la norma, no quedarían comprendidas las aportaciones de los socios que no sean en forma de capital en el ámbito del privilegio del "fresh money". Ello podría desincentivar la financiación preconcursal proveniente de socios y constituir en su caso un elemento de "forum shopping" frente a modelos de derecho comparado como el francés o italiano, en los que dicho privilegio se extendería a las aportaciones de los socios que no sean en forma de capital.

4. La cualidad del ente aportante.

En relación a la cualidad del ente aportante, no se especifica ésta en el modelo español, ni siquiera respecto de acuerdos particulares de refinanciación, pues en este ámbito se cualifican los acreedores que computarían a efectos de mayorías, que han de ser "entidades financieras"

pero no se hace dicha cualificación respecto del ente aportante de la nueva financiación en los arts 84.2.11 o 91 LC. Ello contrasta con el modelo italiano, (párrafo 1 art. 182 quater L. Fall) en el que se alude expresamente a "Banco o intermediario financiero cualificado", regulándose por tanto en aquel derecho un "fresh money" profesional solo respecto de créditos provenientes de la Banca e instituciones financieras (bancos e intermediarios inscritos en los registros previstos en los arts. 106 y 107 del texto cívico bancario), justificándose esta limitación sobre la base de entender que solo se concede este privilegio a quienes en su actuación estarían sometidos a reglas de prudencia en la asunción de riesgos¹¹. No obstante, el hecho de vincular el privilegio exclusivamente a financiaciones concedidas en el marco de acuerdos de refinanciación generales o particulares, que se adecuen a lo dispuesto en el art. 71.6 LC, podría reconducir de algún modo el tema a los acreedores profesionales (bancos e intermediarios financieros), aun cuando no exclusivamente, pues ha de recordarse que dichos acuerdos pueden alcanzarse con acreedores profesionales, pero también con otras categorías de acreedores (proveedores, suministradores ...) que, por tanto, podrían beneficiarse en las condiciones legalmente exigidas del privilegio del "fresh money", como acontece en el modelo francés, en el que tampoco se introduce un "fresh money profesional" siempre que realicen "nuevos ingresos de tesorería".

5. El destino del "fresh money".

Una de las claves en la regulación del privilegio del "fresh money" se sitúa en precisar en orden a la operatividad de dicho privilegio, cual ha de ser el destino que se da a esa financiación y en particular si esta puede servir para pagar a acreedores no intervinientes en el acuerdo para amortizar cuotas pendientes de operaciones de crédito de acreedores intervinientes en dicho acuerdo.

Frente a lo que acontece en modelos como el italiano o francés en los que existe una previsión legal expresa sobre el destino que haya de tener esa refinanciación, conectado en todo caso desde la consideración de un interés de política legislativa en el mantenimiento de la actividad, a la ejecución del acuerdo de reestructuración de deuda homologado en relación con los acreedores que lo hubieran consentido (art. 182 quater, L. fall. Italiana) (art. 611-11 C de C francés), nada se establece en el modelo español. En efecto, si bien, como se analizará más adelante en relación a la financiación post concursal, se precisa en el art. 100.5 LC la conexión entre los créditos concedidos en un escenario concursal al deudor y la financiación de la ejecución del plan de viabilidad, en el art. 84.2.11º y 91.6º sólo se alude a los "créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería", sin conectarse

¹¹ Vid CASTIELLO D'ANTONIO "Acuerdos de reestructuración: Nueva financiación preconcursal y fresh money" en RcP 15/2011, págs. 506-507, especificando que con la referencia a los intermediarios financieros no bancarios en este ámbito, se estaría aludiendo a acuerdos institucionales sometidos a una vigilancia limitada de naturaleza formal/informativa (art. 106 del Texto Único Bancario (TUB)) o a la vigilancia preventiva de la Banca de Italia, esto es, a controles notablemente detallados e incisivos tendente a asegurar la estabilidad y eficiencia del sujeto vigilado (art. 107 Texto Único Bancario (TUB)).

estos expresamente a la ejecución del plan de viabilidad de donde podría inferirse en una primera interpretación, que cualquier nuevo ingreso de tesorería, con independencia de su destino, sería objeto del privilegio del "fresh money".

No obstante, entiendo que ello conduciría a una interpretación ajena al espíritu de la norma y a la finalidad perseguida con la introducción del privilegio del "fresh money". En efecto, si bien es verdad que no se precisa legalmente el "destino" de esos nuevos ingresos de tesorería, no lo es menos que sí se especifica la causa de esta financiación y de esa causa debería inferirse el destino que habría de tener esa nueva financiación. En efecto, en los arts. 84.2.11º y 91.6º, se exige que los nuevos ingresos de tesorería hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación las condiciones del art. 71.6 LC y dado que en este precepto se exige que en todo caso acuerdos generales y particulares se acompañen de un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad en el corto y medio plazo, y en tanto en cuanto permitan dicha actividad son objeto de protección, solo aquellos nuevos ingresos que propicien esta continuidad podrían beneficiarse del privilegio de "fresh money". Desde esta interpretación, resultarían excluidos del privilegio los ingresos destinados al pago de acreedores no firmantes, o a la amortización de cuotas pendientes de acreedores firmantes (p.e. cuotas pendientes de entidades financieras).

Ahora bien, la cuestión esencial que se plantea desde esa propiciación de la continuidad de la actividad con la nueva financiación si solo será objeto de "fresh money" aquella financiación concedida en el marco de acuerdos de refinanciación ya alcanzados, esto es, de un acuerdo particular ya homologado o de un acuerdo general ya informado favorablemente por el experto independiente designado y por tanto conectada a la ejecución de un acuerdo ya alcanzado, habiendo de estar dicha financiación prevista expresamente en el acuerdo o en el plan de viabilidad de que aquel se acompañe, o si también se extendería a las financiaciones concedidas y desembolsadas en la fase previa a la homologación judicial o al informe del experto, esto es, las financiaciones concedidas durante la fase de negociación del acuerdo, que los italianos califican como financiación-presente ¹² y que como se sabe, puede extenderse en el tiempo, siendo esencial en este periodo la referida financiación para propiciar la continuidad de la actividad empresarial. Frente a lo que acontece en modelos como el italiano en los que se exige legalmente, para que opere el privilegio de "fresh money" que los créditos deriven de financiaciones concedidas en función de la presentación de la solicitud de homologación y siempre que las financiaciones estén expresamente previstas en el acuerdo y siempre y cuando el acuerdo resulte homologado (párrafo 2, art. 182 quater) (créditos en ejecución del plan), o en el modelo francés en que solo se reconoce dicho privilegio a las financiaciones concedidas en el marco de un acuerdo homologado y no antes ni después (art. 611-11 C de c francés), en el modelo español el legislador se ha mostrado laxo.

¹² Vid CASTIELLO D'ANTONIO, op. cit. págs 506

En efecto, en los arts. 84.2.11º y 91.6º se alude a créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería que hayan sido "concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación" sin precisarse si este acuerdo habría de haber sido ya alcanzado o podría estar siendo negociado y sin que se contenga previsión legal alguna en el sentido de que las financiaciones de este, pudiendo referirse por tanto, tan solo a los acreedores que hubieran consentido dicho acuerdo, pues de otro modo ello no se conectaría a la ejecución del plan.

No obstante, la ratio finalista del reconocimiento del privilegio a la nueva financiación, en conexión con la continuidad de la actividad, así como la referencia a las condiciones previstas en el art. 71.6 LC en conexión con el acuerdo, permitiría interpretar que solo se concederá el privilegio de "fresh money" a la financiación concedida en el marco de un acuerdo de refinanciación general o particular ya alcanzado, lo que en el caso de acuerdos particulares conlleva la necesidad de que el acuerdo haya sido ya homologado judicialmente, "inyectándose" dicha financiación en ejecución del acuerdo y habiendo de haber sido prevista en este o en el plan de que se acompañe, o en su caso ser funcionalmente reconducible a las previsiones allí recogidas, y destinándose a los acreedores que hubieran consentido el plan, no ajenos o disidentes de este y siempre que esa financiación coadyuve al mantenimiento de la actividad en el corto o medio plazo.

6. Las "debilidades" del "fresh money" preconcursal en el modelo español.

La introducción y reconocimiento en nuestro derecho de un privilegio de "fresh money" preconcursal que incentive la financiación de empresas en crisis, ha constituido una de las más importantes novedades introducidas en la LC 22/2003 en virtud de la ley de reforma 38/2011.

No obstante, y aún reconociendo el trascendental avance que ha supuesto la regulación legal de este privilegio, la operatividad práctica y trascendencia del reconocimiento legal que se hace del "fresh money" preconcursal, no puede ser valorada en sus justos términos sino partiendo de su cuestionable naturaleza bifronte "crédito contra masa / privilegio general" y ello en relación con el criterio de pago de los créditos contra la masa legalmente previsto, de un lado en supuestos de existencia de masa (art. 84.3 LC) en conexión con la facultad moderadora concedida en este marco a la administración concursal y de otro lado, en supuestos de inexistencia de masa en los que como novedad, introducida por la ley 38/2011, opera un criterio de prelación de créditos, residiendo en éste punto a mi entender el aspecto más controvertido de la regulación introducida en virtud de la L 38/2011.

6.1. La cuestionable coexistencia entre prededucción y privilegio general.

En la ley de reforma se ha optado por una vía intermedia, frente a otros modelos de derecho comparado en los que la prededucibilidad de la financiación preconcursal se reconoce al 100% de lo financiado, persiguiéndose con ello una adecuada composición de intereses en juego (satisfacción de acreedores/conservación) y evitar en su caso que el crédito

del financiador, dadas las elevadas cuantías que puede alcanzar en la práctica, agote la masa del concurso, impidiendo la satisfacción de otros créditos prededucibles, ocupando en la graduación la undécima posición, reconociendo además la clasificación del crédito como privilegiado general respecto del porcentaje restante y ello no en todo caso ni respecto de cualquier financiación preconcursal sino exclusivamente cuando se trate de "nuevos ingresos de tesorería que hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación en las condiciones previstas en el apartado 6 del art. 71 LC", operando dichos presupuestos tanto respecto de la prededucción como del privilegio general.

Aún insistiendo en que admito el importante avance que supone el reconocimiento de la prededucción respecto del 50% del crédito del financiador, sin embargo entiendo que ello debería haberse extendido, como acontece en Francia o Italia, al 100% del crédito, pues como antes he señalado, al financiador le incentiva no formar parte de la masa del concurso y no estar sometido a las reglas de comunicación y clasificación de créditos, lo que solo se consigue por la vía de la prededucción. Pero es que, además, el reconocimiento de un privilegio general poco añadiría en muchos casos a la posición de los acreedores financieros que ya suelen estar dotados de garantía y, por tanto, ya ocupan esa posición de acreedores dotados de privilegio general.

No hay que olvidar además, que aún cuando en nuestro modelo esta prededucción recayese sobre el 100% del crédito del financiador, ello se produciría sin detrimento de otros créditos contra la masa, tanto en situación de suficiencia como de insuficiencia de masa y sobre todo en detrimento de los trabajadores, al menos en la parte de sus créditos prededucibles como se analizará a continuación.

En efecto, estos créditos de los trabajadores en todo caso, en supuestos de suficiencia de masa, en los que el criterio de pago es el vencimiento, serían satisfechos también en forma prededucible en forma inmediata respecto de los salarios por los 30 días de trabajo efectivos anteriores a la declaración de concurso y en cuantía que no supere el doble del salario mínimo interprofesional y por tanto con preferencia respecto del crédito del financiador. Así mismo, y como analizaré a continuación, se concede una facultad al administrador concursal de alterar el vencimiento como criterio de pago de los créditos contra la masa en atención al interés del concurso, lo que en todo caso "modulará" en la práctica el "fresh money". Así mismo en supuestos de insuficiencia de masa el "fresh money" también decaería frente a la posición de los trabajadores.

6.2. El criterio de pago de los créditos contra la masa: La facultad moderadora de la administración concursal.

En efecto, en el art. 84.3 LC se acude acertadamente como regla general en supuestos de suficiencia de masa al criterio del vencimiento en relación al pago de dichos créditos, cualquiera sea la naturaleza y estado del concurso, introduciéndose con la reforma como novedad, criterios de prelación en supuestos de insuficiencia de masa activa (art. 176 bis 2 LC). Ahora bien, en supuestos de suficiencia de masa, la regla del vencimiento admite una

excepción legalmente prevista, en el sentido de que la administración concursal puede "alterar" esta regla cuando lo considere conveniente para el interés del concurso y se presuma suficiente la masa de éste (art. ___). El término "alterar" parece aludir en principio tanto a la posibilidad de "postergar" cuanto de "anticipar" la satisfacción de un crédito contra la masa abstracción hecha de su vencimiento, aún cuando el legislador parece estar pensando mas bien de manera cuestionable en una alteración de la regla del vencimiento por la vía de la postergación del crédito, como se manifiesta en el art. 84.3 al establecerse "esta postergación no podrá afectar...". Y es en éste punto en el que residiría la "debilidad" del "fresh money" legalmente reconocido en el anteproyecto de ley concursal, .En efecto, aún cuando no cabe duda que ha supuesto un avance significativo el reconocimiento proyectado de la prededucción en un 50% de los "nuevos ingresos de tesorería", sin embargo éste reconocimiento es precario y está sometido a una indeseable "incertidumbre" en su realización efectiva, pues la administración concursal podría en interés del concurso "alterar" en supuestos de suficiencia de masa activa, la regla del vencimiento como criterio de pago de los créditos contra la masa y posponer la satisfacción del "fresh money" a la de otros créditos contra la masa, dado que éste no se encuentra enumerado entre los créditos que por expresa previsión legal estarían excluidos de la posible alteración de la regla del vencimiento.

- Este es un riesgo importante que ha de soportar el financiador preconcursal, sobre todo si consideramos la "demagogia" con la que en ocasiones se valoran los pretendidos privilegios de los acreedores profesionales en relación con el interés del concurso.

Pero eso no es todo, porque también en supuestos de insuficiencia de masa activa, la posición del "fresh money" es débil respecto del orden de prelación que en estos supuestos se introduce como novedad en la reforma y en una línea que conecta con el ALC de 1983.

En este sentido, en supuestos de insuficiencia de masa, se introduce en el art. 176.bis.2 del proyecto un criterio de pago de los créditos contra la masa, que ya no es el vencimiento como acontece en supuestos de "suficiencia de masa", sino que se gradúa a través de una prelación del orden en que dichos créditos serán satisfechos, ocupando el privilegio del "fresh money" el último lugar dentro de una categoría residual relativa a "los demás créditos contra la masa" cuya satisfacción legalmente se pospone a la satisfacción de créditos salariales de los 30 días anteriores a la declaración de concurso, créditos por salarios e indemnizaciones, créditos por alimentos y por costas y gastos judiciales del concurso.

Por tanto, admitir la prededucción de "fresh money" sólo respecto del 50% de lo financiado, rodeando dicha prededucción de éstos condicionantes limitativos analizados, es debilitar en exceso la posición del financiador preconcursal. Por ello se propone elevar el privilegio de prededucción al 100%, si se quiere manteniendo la facultad de la Administración de alterar el criterio de pago de los créditos contra la masa en casos de suficiencia de ésta, así como la posición residual del "fresh money" en situaciones de insuficiencia de masa o eliminar éstos condicionantes manteniendo el sistema de porcentaje en la atribución de la prededucción reconociendo éste

sólo al 50% de lo financiado, de otro lado estaríamos introduciendo un "fresh money descafeinado" que no evitaría el mantenimiento de un elemento de "form shopping" hacia otras legislaciones reguladoras del "fresh money" con un criterio más amplio.

6.3. "Fresh money" y financiación de socios.

La prededucción y el privilegio general se vinculan en el tenor literal de la DA 4.^a PLC «a créditos supongan nuevos ingresos de tesorería», no siendo casual el empleo de dicha fórmula, sino el resultado de amplios debates en la sección especialmente constituida en el seno de la Comisión General de Codificación para la reforma concursal, en la que se eludió expresamente la lacónica expresión «nuevos créditos», así como la referencia a meras «aportaciones de tesorería», tras lo que subyacía y en particular respecto de ésta segunda expresión de algún modo un posicionamiento sobre el tratamiento que, en este ámbito tendrían las aportaciones al capital provenientes de socios y asociados en la tradicional dialéctica entre financiación interna versus externa en situación preconcursal. En efecto, aún cuando el empleo del término «ingresos de tesorería», en sustitución de «aportaciones de tesorería», es suficientemente amplio en su acepción coloquial para incluir toda entrada en caja de financiación, sin embargo, en este contexto parecería conectar con «auxilios financieros», esto es, con dinero fresco proveniente de líneas de créditos, con exclusión de aportaciones de socios del deudor en el marco de un aumento de capital. Esta exclusión se hace explícita además, en el tenor literal de la nueva redacción que en el proyecto de reforma se da al art. 84.11 LC frente a la redacción de éste contenido en el ALC de 16 de diciembre de 2010, en cuyo apartado III se establece expresamente que no tendrán la consideración de créditos contra la masa "los ingresos de tesorería realizados por el propio deudor o por sus socios o personas especialmente relacionadas a través de una operación de aumento de capital, préstamos o actos con análoga finalidad"

A mi entender resulta, cuanto menos, cuestionable excluir del ámbito del "fresh money" la aportación de socios cuando dicha aportación se realiza en forma de crédito vía préstamo ordinario actuando el socio como financiador, lo que es frecuente en la práctica y adecuado cuando el problema no es de recursos propios sino de liquidez, supuestos estos en los que en ocasiones sólo el socio estaría dispuesto a efectuar dicha financiación aportando liquidez. Desde esta perspectiva, entiendo que habrían de ser superadas las "reticencias" que suscita la financiación interna vía aportaciones de socios que parecen conectarse en todo caso de manera cuestionable a temas de "infracapitalización societaria" no siendo el concursal el ámbito a mi entender adecuado para abordar ésta problemática. Estas reticencias podrían resultar justificadas en el marco de la aprobación de la LC 22/2003 dado que veníamos de un pasado cuanto menos "complicado" en la práctica concursal, pero no en el momento actual en el que tras 8 años de rodaje de dicha ley, la situación en los mercados ha cambiado y también el modo en que se produce la "entrada" de socios en el reflotamiento societario. En este sentido, entiendo que el socio financiador preconcursal debería recibir a efectos de "fresh money" el mismo tratamiento que el financiador externo siendo paralelo en uno y otro supuesto el fundamento de la tutela que residiría en el

especial riesgo que asume quien «presta», conociendo las dificultades financieras en que se encuentra incurso el deudor y su proximidad al concurso, resultando en este ámbito justificada la incentivación no sólo de la financiación externa sino también interna.

Lo que no es admisible, es que en virtud del referido préstamo el socio se convierta en un eventual concurso, por imperativo legal, en acreedor subordinado dada su proximidad al deudor, en el marco del automatismo que rodea a dicha subordinación en nuestro modelo y que en gran medida se mantiene en el texto proyectado respecto del derecho vigente y , no obstante las modificaciones introducidas en relación a la subordinación de créditos de personas relacionadas con el deudor, frente a lo que acontece en otros modelos de Derecho Comparado en los que expresamente se extiende el "fresh money" a la financiación interna vía socios. Es el caso del derecho francés o italiano en el que el art. 48 DL 78/2010 expresamente admite la prededucción del préstamo procedente de socios hasta un 80%. Por ello entiendo que éste tema debería al menos suscitarse en el debate parlamentario. De otro modo, ello podría desincentivar la financiación preconcursal proveniente de socios y constituir en su caso un elemento de «forum shopping» frente a modelos de derecho comparado como el francés o italiano, en los que dicho privilegio se extendería a las aportaciones de los socios que no sean en forma de capital.

IV. LA FINANCIACIÓN POSTCONCURSAL DE EMPRESAS EN CRISIS.

1. Viabilidad y continuidad de la actividad profesional o empresarial en el concurso de acreedores.

En principio, la declaración de un concurso de acreedores aboca al deudor y a sus acreedores a una disminución del valor de sus activos que han de hacer frente, no solo, a sus necesidades de "working capital" durante el concurso sino además a los costes directos (honorarios legales, etc.) e indirectos (deterioro de relaciones del concursado con clientes, proveedores, entidades financieras, etc.) que conlleva la declaración del concurso, influyendo todo ello en la viabilidad y conservación futura de la compañía si no se propicia la liquidez del deudor durante el concurso.

En efecto, el deudor solo podrá continuar su actividad y evitar con ello el deterioro de sus activos tangibles e intangibles si, como hemos analizado que acontece en el derecho norteamericano, tiene acceso a una financiación estable en sede concursal más allá de los meros descuentos, siempre inciertos, de pagarés o del recurso a la financiación de proveedores o suministradores.

En la LC 22/2003 no sólo no se regulaban dichas fuentes estables de financiación, sino que se carecía de mecanismos incentivadores de la financiación en un escenario concursal (financiación post concurso), regulándose de modo aislado y ocasional, concretos escenarios posibles de financiación postconcurso.

Ello determinaba que el concurso no pudiera ser considerado en modo alguno un escenario de reestructuración, pudiendo continuar su actividad en

el marco del concurso sólo aquellas compañías que dispongan de activos libres en su masa activa y que previa autorización judicial, puedan ser dadas como garantía a la entidad financiadora como vía para obtener una financiación en el marco del concurso, lo que en la práctica no ha venido siendo una situación frecuente básicamente, por el momento tardío en que suele presentarse la solicitud de concurso.

La L 38/2011 de reforma de la LC 22/2003 ha perseguido propiciar la financiación en un escenario concursal (financiación post concurso) y si bien no ha introducido una regulación de fuentes estables de financiación en un escenario concursal al modo norteamericano, básicamente porque sólo en modo reflejo o mediato se concibe, en el modelo español, al concurso de acreedores como un mecanismo de reestructuración empresarial asignándosele una función prioritaria satisfactiva de los intereses de los acreedores en el cobro, sin embargo, ha propiciado mediante la introducción de un privilegio de "fresh money" la financiación post concursal de empresas en crisis.

2. El marco legal de tratamiento de la financiación post concurso en la LC 22/2003.

Como se ha adelantado, en la originaria redacción de la LC 22/2003 no se regulaban fuentes estables de financiación, sino tan sólo, en un modo asistemático específicos escenarios de financiación post concurso; Así, se regulaba la rehabilitación de contratos de crédito en sede concursal (art. 68 LC); la posibilidad de compromisos de terceros para otorgar financiación en el marco de una propuesta de convenio (art. 99 LC) o la financiación del plan de viabilidad que en su caso puede acompañar al convenio concursal ex art. 100.5 LC.

De otro lado, cualquier fórmula de financiación a la que en su caso quisiera acceder el deudor, estaba sometida a las reglas de la ley concursal en lo relativo a la facultad de administración y disposición de la masa activa, en el marco del interés del concurso (arts. 40,43,44 LC), esto es, en el marco de un régimen de sustitución o intervención/autorización de la administración concursal, precisándose autorización judicial ex art. 43.2 LC si el acto conllevaba un gravamen sobre los activos del deudor.

Asimismo, no se incentivaba en sede de clasificación crediticia la financiación post concurso, existiendo en este marco una indeseable inseguridad jurídica en torno a la clasificación que recibiría la financiación inyectada en el marco del concurso de acreedores.

En efecto, si bien parecía claro que las inyecciones de fondos durante el procedimiento serían gastos de este, generados por la continuidad de la actividad profesional o empresarial, y por tanto prededucibles como créditos contra la masa, ex art. 84.2.5º y 9º LC, sin embargo tras la aprobación del convenio podrían distinguirse dos clases de nuevos créditos contra el concursado nacidos durante la ejecución del convenio y que, en una eventual liquidación, no recibirían igual tratamiento.

De un lado, los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad, esto es los que hubieran resultado ya comprometidos en la propuesta de convenio por terceros (art. 100.5-I in fine LC), haciéndose explícita la existencia de esta obligación mediante la firma de la propuesta de convenio (art. 90.1 II LC), cuando en este se prevea contar con los recursos que genere la continuación total o parcial en el ejercicio de la actividad profesional o empresarial que conforme se establecía en el art. 100.5 in fine, y no sin una convulsa tramitación parlamentaria del tratamiento que recibirían en la LC 22/2003 estos crédito, "se satisfarán en los términos fijados en el convenio"¹³, constituiría por tanto este el único supuesto en que se deja al ámbito de la autonomía negocial de las partes, ex 1255 Cc, la clasificación de un crédito, la del financiador del plan de viabilidad, lo que suscitaba la eventual contravención de lo previsto en el art. 100.3 LC en el sentido de que en "ningún caso la propuesta podría consistir en la alteración de la clasificación de créditos prevista por la ley, ...", así como los eventuales límites, en el ejercicio de esta autonomía de la voluntad. En relación a la eventual contravención de la prohibición contenida en el art. 100.3 LC respecto de la alteración en la clasificación legal de crédito, quedaba expresamente excluida por el legislador en el propio art. 100.3 in fine, al excluir de este ámbito lo previsto en el párrafo segundo del apartado 5 del art. 100, en que se reconducía al ámbito de la autonomía de la voluntad de las partes el tratamiento a dar a los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad.

Respecto del margen de autonomía de la voluntad de las partes, en particular se suscitaba si en el convenio podía pactarse la consideración del crédito del financiador post concurso como crédito contra la masa o dotarlo con privilegio, admitiéndose con ello un "pacto de deslegalización del convenio", encontrándose dividida la doctrina al respecto; De un lado, un sector doctrinal partiendo del art. 84.12ª LC que solo concede la consideración como créditos contra la masa a aquellos que aún no estando expresamente enumerados en dicho precepto "les atribuya expresamente la ley esta consideración", así como del art. 89.2 que en relación a los créditos privilegiados establece "no se admitirá en el concurso ningún privilegio o preferencia que no esté reconocido en esta ley", entendía que las partes no podrían decidir satisfacer estos créditos como privilegiados o contra la masa, no admitiéndose en el concurso más créditos contra la masa o privilegios

¹³ En el art. 100.4 in fine del ALC de 7 de septiembre de 2011 y PLC de 23 de julio de 2002, cuestionablemente se subordinaban los créditos concedidos durante la tramitación del concurso para financiar el plan de viabilidad a la satisfacción de todos los créditos privilegiados y ordinarios lo que, además de ser cuestionable por ser créditos contraídos tras la declaración del concurso, los que les convierte en créditos contra la masa con arreglo al criterio tradicional de esta categoría de créditos, desincentivaba la financiación en un escenario concursal, pues en la práctica esta solo se concede si se ofrecen garantías de su recuperación. Vid PULGAR EZQUERRA en relación al ALC de 7 de septiembre de 2001 vid "Insolvencia, conservación versus liquidación" en AAVV Estudios sobre el anteproyecto de ley concursal de 2001. Dirigido por GARCÍA VILLAVERDE/ALONSO UREBA/PULGAR EZQUERRA, Madrid 2002, págs. 91 - 92 y más tarde en "Las soluciones del concurso de acreedores: El convenio y la liquidación" en AAVV "Derecho Concursal. Estudio sistemático de la L 22/2003 y de la L 8/2003 para la reforma concursal", Madrid. 2003. págs. 452-454.

que los legalmente establecidos ¹⁴. Frente a ello, otro sector doctrinal había venido entendiendo que la previsión contenida en el art. 100.5 permitía a las partes, determinar la forma y el tiempo de satisfacción de los acreedores financiadores del plan, pudiendo establecerse en el convenio, que estos créditos se satisfarán como créditos contra la masa o concursales, sean privilegiados, ordinarios o subordinados, debiendo tenerse en cuenta, en su caso, esta clasificación prevista en el convenio en el supuesto que sobrevenga la liquidación ¹⁵.

De otro lado, los restantes créditos que tras la aprobación judicial del convenio le fueran concedidos al concursado, no habiendo concluido todavía el concurso, pues este sólo termina con el cumplimiento del convenio (art. 176.1.2º LC), en el marco de la reanudación por el deudor de su actividad tras el cese de los efectos de la declaración del concurso y correlativo cese de la administración concursal (art. 133.2 LC) que conlleva la aprobación judicial del convenio. Estos créditos, aún cuando por el momento temporal de su concesión tras la declaración del concurso en el supuesto en que finalmente este desembocara en liquidación, en principio serían conceptuados como créditos contra la masa, en el marco de los gastos generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial, resultaba obstativo de dicha consideración la limitación temporal contenida en el art. 84.2.5º a esta categoría de créditos contra la masa, fijándose ese límite en el momento de la aprobación judicial del convenio, suscitándose, como una cuestión no pacífica en la doctrina y en la jurisprudencia en el marco más amplio de la conversión de la fase del convenio en liquidación, la clasificación que recibirían dichos créditos, lo que conllevaba una inseguridad jurídica disuasoria de la financiación post concursal ¹⁶.

En este sentido, las posiciones doctrinales y jurisprudenciales podían sistematizarse en tres interpretaciones; De un lado, quienes sostenían que estos créditos, no pudiendo ser contra la masa ex art. 84.2.5º LC, por la limitación temporal antes referida, serían concursales (postura sostenida frecuentemente por el fondo de garantía salarial). Esta interpretación condenaba "de facto" a la empresa a su liquidación, pues difícilmente con este tratamiento en sede de clasificación de créditos proveedores o financiadores aceptarían conceder nuevas líneas de crédito, cerrándose las fuentes de aprovisionamiento y el recurso al crédito ¹⁷; De otro, quienes, no

¹⁴ Me he ocupado de este tema con anterioridad sosteniendo esta interpretación en "las soluciones al concurso de acreedores: "El convenio y la liquidación" en AAVV "Derecho concursal. Estudio sistemático de la ley 22/2003 y de la ley 8/2003 para la reforma concursal", Dilex 2003, págs. 452-454

¹⁵ Así BELTRÁN en "Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación", ADCo 10/2007, op. cit. págs. 515-516.

¹⁶ Vid GONZALEZ GOZALO, op. cit. entorno a la positiva justificación de política jurídica del límite temporal que, en la originaria redacción de la LC 22/2003 tenía la consideración de créditos contra la masa.

¹⁷ Interpretación sostenida básicamente por Audiencias especializadas, sobre la base del tenor literal del art. 84.2.5º LC; Así S. APB sección 15, 18 diciembre de 2007, 10 y 27 octubre de 2008, 16 septiembre de 2009 (La Ley 229 692/2009) y 28 marzo 2008 (JUR 2009/278090). En las instancias, S 12 mayo de 2010 J.M. nº 1 de Oviedo; Valencia 26 febrero de 2009; Castellón 24 junio de 2009. AJM Pamplona 13 enero de 2009.

obstante el tenor literal del art. 84.2.5º LC, conceptuaban estos créditos concedidos al deudor tras la aprobación judicial del convenio, en una eventual liquidación, como créditos contra la masa y, finalmente, quienes entendían que encontrándonos ante una categoría de créditos extraconcursoales, distinta a los créditos concursales y contra la masa, deberían recibir igual tratamiento que los créditos contra la masa, ello sin perjuicio de que invocándose el recurso a la analogía previsto en el art. 4.1 Cc al concurrir identidad de razón, en el convenio se contuviera previsión alguna al respecto por analogía con lo previsto en el art. 100.5 respecto de los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad, precisándose que para que estos créditos no tuvieran la consideración de crédito contra la masa, sería necesario el consentimiento individual de los afectados. 18 Nos encontraríamos, por tanto, ante una nueva categoría de créditos extra concursales asimilados a los créditos contra la masa propugnándose su satisfacción en forma prededucible a su vencimiento, sin aplicación de quitas y/o esperas y sin perjuicio de que se respeten los pagos concursales que se hubieran hecho al concursado en virtud del convenio (art. 162 LC). 19 Todo ello, en definitiva, generaba una inseguridad jurídica que disuadía de toda financiación post concurso.

3. La incentivación de la financiación postconcurso en la ley 38/2011 de reforma de la ley concursal.

En la ley 38/2011 de reforma de la ley concursal 22/2003, aún cuando siguen sin regularse fuentes estables de financiación post concurso del concursado, fundamentalmente porque sigue sin concebirse el concurso como un escenario de reestructuración de empresas en crisis, se persigue propiciar en aras de potenciar una solución conservativa a la crisis que redunde en una maximización de los intereses de los acreedores en el cobro, la financiación en un escenario concursal fundamentalmente haciendo prededucibles por expresa previsión legal, en una eventual liquidación, los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad ex art. 100.5 LC pero también a otros créditos que pudiera contraer el deudor tras la aprobación judicial del convenio, subsistente por tanto todavía el concurso.

En efecto, la expresa consideración de otros créditos contraídos por el deudor tras la aprobación del convenio como créditos contra la masa, provendría de la eliminación del art. 84.2.5º LC del límite temporal que excluía de la consideración como créditos contra la masa, los créditos generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial tras la aprobación del convenio.

En este sentido, el art. 84.2.5º LC en su nueva redacción establece: que tendrán la consideración como créditos contra la masa "los generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial del deudor tras la declaración del concurso, incluyendo los créditos laborales, comprendidas en

¹⁸ Así BELTRAN "Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación" ADCo 10.2007/1, págs. 514-517.

¹⁹ En la jurisprudencia vid sosteniendo esta interpretación: S. JM nº 1 Bilbao de 28 mayo de 2009; Auto JM nº 2 Valencia de 10 marzo de 2010.

ellos las indemnizaciones de despido o extinción de los contratos de trabajo, así como los recargos sobre las prestaciones por incumplimiento de las obligaciones en materia de salud laboras, hasta que el juez acuerde el cese de la actividad profesional o empresarial o declare la conclusión del concurso".

Tienen, por tanto, la expresa consideración como créditos contra la masa aquellos generados por el ejercicio de la actividad profesional o empresarial desde la declaración hasta la conclusión del concurso y no hasta la aprobación judicial del convenio como acontecía en la anterior redacción del art. 84.2.5º LC.

De otro lado, en relación a los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad, esto es, aquellos ya comprometidos en la propuesta de convenio por terceros que vinculan negocialmente a quienes han firmado la propuesta de convenio y han asumido expresamente esta obligación de financiación, expresamente se atribuye su consideración como créditos contra la masa y por tanto prededucibles, ex art. 84.2.11º LC, previsión esta que no se contenía en la originaria redacción de la LC 22/2003 en la que se remitía al ámbito de la autonomía de la voluntad de las partes la fijación del tratamiento que estos créditos recibirían en el concurso en sede de clasificación. Así, se dispone que tendrán la consideración como créditos contra la masa "en caso de liquidación, los créditos concedidos al concursado en el marco de un convenio conforme a lo dispuesto en el art. 100.5 LC"; Puede hablarse así de un "privilegio para el fresh money post concursal" ex art. 84.2.11º LC, que coexistiría con la previsión contenida en el art. 100.5 LC de remisión al ámbito de autonomía de la voluntad de las partes del tratamiento que dichos créditos recibirían, en una eventual liquidación, en sede de clasificación crediticia, precepto este que mantiene su vigencia y no ha sido objeto de modificación en su redacción en virtud de la ley 38/2011.

Ello significa, que frente a lo que acontecía en la originaria redacción de la L 22/2003, los créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad, tendrán la consideración en una eventual liquidación de créditos contra la masa, salvo que las partes convencionalmente hayan pactado expresamente otra calificación en el convenio. Se manifiesta así, una diferencia entre la prededución del crédito concedido en sede preconcursal en conexión con procesos de refinanciación típicos que opera ex lege, ex art. 84.2.11º LC, sin previsión de posibilidad de derogación convencional de esta prededucibilidad y la prededución otorgada al crédito concedido en un escenario concursal, que operaría en defecto de previsión expresa por las partes de otra clasificación crediticia, ex art. 100.5 LC; La posible contravención de contenidos prohibidos en el convenio, así como la incidencia de la autonomía de la voluntad de las partes en la clasificación de estos créditos concedidos para financiar el plan de viabilidad, se plantea por tanto en un modo distinto que en la originaria redacción de la LC 22/2003. En efecto, de un lado, respecto de la posible contravención de la prohibición del art. 100.3 de alterar en el marco de un convenio la clasificación de créditos establecidos por la ley, en virtud del la ley 38/2011 ha desaparecido, cuestionablemente, del tenor del art. 100.3 la referencia a "sin perjuicio asimismo de lo establecido en el párrafo segundo del apartado cinco de este artículo" desapareciendo así la cobertura legal expresamente establecida a la

posibilidad de que las partes convencionalmente fijen en el convenio el tratamiento a dar a los créditos concedidos al concursado para financiar el plan de viabilidad, debiendo entenderse, no obstante, que dicha exclusión del ámbito de la prohibición del art. 100.3 LC operaría implícitamente en conexión con lo previsto en el art. 100.5. De otro lado, y respecto del margen de la autonomía de la voluntad de las partes en esta clasificación, el tema se plantea en un modo distinto al que se suscitó en conexión con la originaria redacción de la ley concursal 22/2003. En efecto, en aquel ámbito, se cuestionaba si a la vista de la exclusión de todo privilegio o crédito contra la masa no contemplado en la ley concursal, ex arts. 84.12 y 89.2 LC, las partes podrían convenir la satisfacción del crédito del financiador post concurso como crédito privilegiado o prededucible, dado que no era ni una ni otra su consideración legal. Frente a ello, en el nuevo contexto regulado en la ley 38/2011, partimos de la consideración legal de este crédito como prededucible contra la masa, ex art. 84.2.11º LC y por tanto la autonomía de la voluntad se movería entre pactar una subordinación convencionalmente acordada, una rebaja en la consideración de estos créditos como ordinarios, o mutar la consideración del crédito prededucible en privilegiado, posibilidad esta que, de nuevo de modo paralelo a lo sostenido en conexión con la originaria redacción de la LC 22/2003, excluimos dado que la lista de créditos privilegiados está legalmente tasada no admitiéndose más privilegios que estos, ex art. 89.2 LC que no ha sido objeto de modificación en su redacción en virtud de la ley 38/2011.

Se añade así al "fresh money" concedido a la financiación preconcursal, también un "fresh money" a la financiación concedida en un escenario concursal, suscitándose entre ambos además de esta diferencia relativa al margen de autonomía de la voluntad en el ámbito de la clasificación crediticia de la financiación pre y post concursal, también otras diferencias cuantitativas y cualitativas en los presupuestos del reconocimiento de la prededucibilidad.

En efecto, como se recordará, en el art. 84.2.11º LC solo se reconoce el carácter de crédito contra la masa en relación a la financiación preconcursal al 50% de esta, teniendo el otro 50% la consideración de privilegio general, lo que contrasta con el reconocimiento de prededucibilidad al 100% de los créditos concedidos al concursado en el marco de un convenio conforme lo dispuesto en el art. 100.5 LC. Ello suscita cuales serían los principios de política jurídica en los que podría encontrar justificación esta diferencia de trato en el porcentaje del crédito que es objeto de consideración como crédito contra la masa en supuestos de financiación pre y post concursal.

En cierta medida, se podría justificar esa limitación que recaería sobre la financiación preconcursal, de un lado, en el riesgo de consunción de la masa en el supuesto en que haya de hacerse efectiva dicha prededucibilidad y, de otro lado, en la necesidad de proteger a otros acreedores y en particular a los trabajadores que también tienen la referida consideración de créditos contra la masa. Sin embargo, esos mismos argumentos podrían sostenerse respecto de la financiación post concursal destinada a financiar el plan de viabilidad, que por su elevada cuantía, en ocasiones podría consumir la masa y perjudicar a los trabajadores y, sin embargo, ello no ha sido respecto de esta financiación post concurso determinante de su consideración como crédito

contra masa solo parcialmente. Es probable que el escenario concursal/judicial en que se presta la financiación del plan de viabilidad que en su caso acompañe al convenio, pudiera haber incidido, por las mayores garantías con las que, en teoría, se presta la financiación en este marco bajo control judicial, en la opción de política legislativa.

No obstante, resaltamos, como ya se ha adelantado en otro lugar del presente trabajo, la conveniencia de reconsiderar esa limitación de la prededucibilidad solo al 50% de la financiación preconcursal que en modo alguno se presta sin garantías y sin control judicial o de otro tipo. En efecto, como se ha analizado, el hecho de que solo se conceda a financiaciones realizadas en el marco de un acuerdo preconcursal de refinanciación, típico y por tanto irrevocable ex art. 71.6 LC y sometido a control por un experto independiente designado por el registrador mercantil y homologado por un juez en supuestos de acuerdos particulares de refinanciación, permite concluir que, por ser una financiación prestada en situación de incremento de riesgo crediticio y coadyuvar a la continuación de la actividad profesional o empresarial, merece una prededucibilidad del 100%, lo que no excluye que en una eventual sección de calificación puede analizarse a estos efectos si dicha financiación pudo no haber generado pero sí, en su caso, agravado la insolvencia, lo que constituyen sedes distintas. En efecto, un tema es garantizar la recuperabilidad al acreedor profesional de lo prestado y otra muy diferente es enjuiciar en sede de calificación concursal, en que medida ello pudo agravar la insolvencia al incrementar el pasivo del concurso y habida cuenta de que en su caso ello no evitó finalmente la declaración de concurso. Asimismo, se advierte una diferencia cualitativa en cuanto al objeto de la prededución en conexión con lo que se entiende "dinero nuevo" o "fresco". En efecto, con el fin de dotar de prededucibilidad solo recibiría esta consideración en el marco de una financiación precurso los "nuevos ingresos de tesorería" con exclusión de otras nuevas financiaciones en sentido amplio (quitas, aplazamientos, etc.); Es, sin embargo, distinta la fórmula empleada respecto del "fresh money post concurso", aludiéndose genéricamente a "los créditos concedidos al concursado" lo que podría entenderse en el sentido de nuevos ingresos de tesorería pero también, en un sentido más amplio, englobando bajo ese término, por ejemplo aplazamientos que en tanto conllevan novaciones modificativas permitiendo pasar de un corto a largo plazo conlleva la concesión de un crédito. En lo que se refiere al destino del "fresh money" concedido en sede concursal, frente a lo que acontece respecto de financiaciones preconcursales en las que no se concreta el destino de dicha financiación, aún cuando sí su causa (acuerdo preconcursal de refinanciación" en el art. 100.5 al que remite expresamente el art. 84.2 LC se especifica (concedidos al concursado en el marco de un convenio concursal) sino también su destino.

En efecto, en el art. 100.5 se establece expresamente, que sólo los créditos concedidos al concursado para financiar el plan de viabilidad y no con otra finalidad (p.e. amortización de cuotas pendientes) podrán disfrutar de la prededucibilidad conectada al "fresh money".

Por lo demás, el "fresh money" post concursal, disfruta de la misma graduación dentro de los créditos contra la masa que el "fresh money" preconcursal (decimoprimer lugar), y padece las mismas debilidades que el

que beneficia a la financiación preconcursal en lo relativo a los mecanismos que pueden desincentivar la virtualidad de prededucibilidad conectada a los créditos contra la masa (facultad de la administración concursal de alterar el criterio de vencimiento para el pago de créditos contra la masa, ex art. 84.3 LC, exclusión de bienes afectos con garantía real y prelación de créditos contra la masa en casos de inexistencia o insuficiencia de esta, ex art. 176 bis LC, ocupando el quinto y último lugar en esta graduación).

Asimismo, también como acontece respecto de la financiación preconcursal, se excluye, cuestionablemente por las razones ya analizadas, de la clasificación como crédito contra la masa los "ingresos de tesorería realizados por el propio deudor o por personas especialmente relacionadas a través de una operación de aumento de capital, préstamos o actos con análoga finalidad" (art. 84.2.11º in fine).

4. La potenciación del mercado de deuda como fuente de financiación post concurso: "distressed debt"

La potenciación y agilización del mercado de "distressed debt", esto es, la posibilidad de cesión por un acreedor de su crédito a un tercero dispuesto a adquirirlo y correlativa adquisición derivativa de este crédito, puede constituir un poderoso incentivo de la financiación pre y post concursal de empresas en crisis que se añada al reconocimiento legal de un privilegio de "fresh money" en sede crediticia.

En efecto, si un acreedor sabe que en situaciones previas al concurso podrá utilizar "mecanismos de salida" que le permitirán transmitir fácilmente su crédito sin que este acreedor o el derivativo sean posteriormente sancionados en un eventual concurso, aportará más fácilmente la financiación requerida, que si sabe que su posición como "acreedor derivativo" dentro del concurso será, en algún modo, sancionada con una merma o lesión de su posición en este.

Asimismo, los "mecanismos de salida" en un escenario concursal, esto es, la posibilidad de colocación posterior de estos créditos ya dentro del concurso particularmente a inversores institucionales o entidades de capital riesgo especializadas en reestructurar empresas para su revalorización y posterior enajenación ("distressed funds" especializados en "turnaround") pueden representar una importante fuente de financiación post concursal. En efecto, la actuación de este tipo de fondos conlleva frecuentemente, no solo aumentos de capital por capitalización de créditos, sino además, nuevos y sucesivos aumentos de capital, lo que conlleva un notable abaratamiento respecto de la financiación bancaria ajena, representado además una alternativa a la restricción del crédito bancario y las, generalmente, escasas financiaciones espontáneas provenientes de proveedores o suministradores en un marco concursal.

La ley concursal 22/2003 en su originaria redacción, desincentivaba este mercado de deuda persiguiéndose, preventivamente, poner "coto" en la práctica a determinados negocios jurídicos cuya causa generaba, cuanto menos, "suspicias" particularmente si se tomaban en consideración las prácticas fraudulentas realizadas en este ámbito en el contexto de la vigencia

de la ley de suspensión del pagos, pues aún cuando las cesiones de crédito eran en este contexto plenamente válidas y eficaces frente al deudor cedido, esta cesión se desincentivaba claramente al regularse en el art. 122.1.2º de la ley una prohibición del derecho de voto del convenio en junta de acreedores, respecto de quienes hubieran adquirido su crédito por actos inter vivos después de la declaración del concurso, sin excluirse de este ámbito al acreedor derivativo profesional (entidad de crédito), lo que dañó a nuestro "mercado de distress debt" y las estrategias de las partes implicadas en este mercado, constituyendo un nuevo elemento de "forum shopping" hacia otros países de nuestro entorno europeo y Norteamérica.

La ley 38/2011 de reforma de la ley concursal 22/2003, sin transformar el procedimiento concursal en un mercado de compra y venta de créditos concursales que constituya una oportunidad de inversión, de modo paralelo a lo que acontece en el marco del derecho norteamericano ("claims trading")²⁰, ha incentivado notablemente este mercado por la vía de la modificación del art. 122.1.2º LC y la privación del derecho de voto que dicho precepto contenía respecto de acreedores derivativos.²¹

En este sentido, el art. 122.1.2º LC en su redacción en virtud de la ley 38/2011 establece que no tendrán derecho de voto del convenio "los que hubieran adquirido su crédito por actos entre vivos después de la declaración de concurso, salvo que la adquisición hubiera tenido lugar por un título universal, como consecuencia de una realización forzosa o por una entidad sometida a supervisión financiera". Se excluye, por tanto, de la genérica exclusión del derecho de voto al acreedor derivativo profesional delimitado legalmente como "entidad sometida a supervisión financiera". No se delimita en la ley de reforma que habría de entenderse a estos efectos por "entidad sometida a supervisión financiera", a los que se limita el círculo de cesionarios a los que no se les privaría de derecho de voto en junta de acreedores, ni el órgano que debería proceder a dicha supervisión, o el país en que habría de procederse a dicha supervisión (país del cedente o del adquirente?).

Entendemos que la exigencia de "sometimiento a supervisión financiera" limita cuestionablemente el círculo de cesionarios a los que no se priva del derecho de voto, no exigiéndose en otros ámbitos de la LC, referidos también a entidades financieras -p.e. para delimitar los acuerdos particulares de refinanciación ex DA 4ª LC se alude a entidades financieras sin exigencia alguna respecto de una eventual supervisión financiera-;

En una interpretación literal del precepto, podría entenderse que "entidades sometidas a supervisión financiera" serían exclusivamente las contempladas

²⁰ Vid sobre las tesis "procedimentalistas" y "mercantilistas" del concurso de acreedores en conexión con la finalidad encomendada al concurso y su conexión con las reglas del mercado. El interesante trabajo de BUIL ALDANA "El mercado español de deuda en el proceso de reforma concursal" en RcP 15/2011, págs. 311-313

²¹ Vid sobre las limitaciones de este mercado en la originaria redacción de la LC 22/2003 NUÑEZ-LAGOS, Brugera "Restricciones en el mercado español de deuda concursal: El art. 122.1.2º de la ley concursal", en RcP nº 7, segundo semestre de 2007, La Ley, págs. 129 y ss.

en el art. 1 de la ley 26/1988 de 29 de julio de disciplina e intervención de entidades de crédito, que a su vez remite al art. 1 del RD leg. 1298/1986 de 28 de junio, que a su vez coincide con las enumeradas en el art. 2 de la ley 2/1981 de 25 de marzo del mercado hipotecario, con lo que quedarían fuera del precepto potenciales participes, muy activos en el mercado de deuda (fondos de inversión, entidades de capital riesgo, "hedge funds" o "distressed funds") especializados en las denominadas técnicas de "turnaround". No obstante, y con el fin de no restringir demasiado el ámbito de aplicación del art. 122.1.2º LC y propiciar el mercado de "distressed debt", entendemos que la categoría de "entidad sometida a supervisión financiera" ha de entenderse referida, no sólo a entidades de crédito sometidas a supervisión financiera prudencial por el Banco de España, sino también a cualquier otro intermediario financiero sometido a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de sus homólogos comunitarios.

De otro lado, hay que resaltar que la incentivación del mercado de deuda en la ley 38/2011 se ha limitado al referido aspecto de desactivación de la prohibición de derecho de voto del convenio a las referidas "entidades sometidas a supervisión financiera" sin que se hallan acometido otras reformas en ámbitos que afectarían a este mercado. Así no se ha regulado en sede concursal la venta alzada o en globo, de la totalidad de ciertos créditos respecto de la que el mercado reclama un saneamiento individualizado por partes y no globalmente, como se prevé en el art. 1532 Cc que, por tanto, resulta aplicable también en el marco de un mercado concursal de deuda; Asimismo, tampoco se ha abordado en sede concursal el tema de la venta de un crédito litigioso, ni la extensión de las posibilidades de extinción, reembolsando al cesionario el precio que pagó, costas e intereses que se regule en el art. 1535 Cc y que asiste al crédito litigioso, también a otros supuestos no litigiosos.

Finalmente, tampoco se han regulado mecanismos fundamentalmente de información sobre la relación cesionario-concursado y de control sobre la pertinencia de la cesión desde la consideración de los intereses del concurso, que permitan liberalizar el mercado de deuda concursal, evitando los riesgos conectados en su caso a comportamientos oportunistas conectados, frecuentemente, a los procesos de adquisición de deuda particularmente y en el marco de sociedades cotizadas ²².

²² Vid una propuesta de regulación de estos temas durante la tramitación de la ley 38/2011 en BUIL "El mercado español de deuda en el proceso de reforma concursal" en op. cit, págs. 326-328.