



Préstamos participativos, subordinación concursal y homologación judicial

Ignacio Buil Aldana

Socio

ignacio.buil@cuatrecasas.com

Este trabajo analiza la figura de los préstamos participativos en contextos de refinanciación de deuda y homologación judicial tomando en consideración su doble función de refuerzo de los recursos propios del deudor, así como también de garantía atípica en favor de los acreedores senior dentro de las estructuras de capital.

Préstamos participativos, homologación judicial, subordinación concursal, sacrificio desproporcionado, impugnación de homologación judicial.

This article analyzes profit participating loans in the context of debt refinancing and judicial homologation considering their double purpose of strengthening the equity of the debtor as well as operating as an atypical guarantee in favor of the senior creditors within the capital structure.

Profit participating loans, judicial homologation, equitable subordination, disproportionate sacrifice, challenge of judicial homologation.

I. Introducción

El Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (RDL 7/1996) configura un tipo de préstamo de carácter subordinado asimilable al patrimonio neto a los efectos de la aplicación de las reglas de disolución de sociedades y reducción de capital previstas en nuestra legislación mercantil (1). Este medio de financiación es de gran interés para los deudores en dificultades financieras ya que les permite acceder a financiación ajena sin necesidad de acudir a nuevas aportaciones de capital y sanear su situación financiera eludiendo las causas legales de disolución previstas en nuestras normas mercantiles. Adicionalmente, dado el carácter subordinado del préstamo participativo no es inhabitual que en la práctica la concesión de este tipo de financiación sirva también como mecanismo para potenciar la concesión de nuevo crédito al aumentar la solvencia del deudor y operar como garantía frente a los restantes acreedores no participativos que en el supuesto de



concurso de su deudor verán sus créditos satisfechos en dichos procesos concursales con preferencia a los acreedores participativos. Es decir, los préstamos participativos además de cumplir la función de refuerzo de los recursos propios del deudor en la que se ha centrado fundamentalmente la doctrina, también cumple una función de garantía atípica (2) en favor de los acreedores senior dentro de las estructuras de capital.

Desde esta doble perspectiva analizaremos el régimen jurídico de los préstamos participativos en el marco de nuestra legislación concursal, con un especial énfasis en la homologación judicial y las cuestiones que con respecto a los préstamos participativos se suscitan bajo el actual régimen.

II. El carácter subordinado de los préstamos participativos

1. Consideraciones generales sobre los préstamos participativos

Los préstamos participativos son un instrumento de financiación empresarial de carácter mercantil (3) que, manteniendo su carácter de contratos de préstamo ordinarios (4), deben respetar los requisitos establecidos en el RDL 7/1996 (que constituye el régimen típico de estos contratos) para poder beneficiarse de los efectos previstos por la ley (beneficium legis) (5). Las características especiales de los préstamos participativos son: primero, la retribución del prestamista deberá estar condicionada, en todo caso, a la evolución de la actividad de la entidad prestataria (6); segundo, los créditos derivados de los préstamos participativos tendrán carácter subordinado a aquéllos de los acreedores comunes en situaciones concursales; tercero, sólo podrán ser amortizados anticipadamente si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos; y cuarto, tendrán la consideración de patrimonio contable a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades. Además, los créditos participativos deberán tener una duración determinada sin que la norma haya establecido una duración mínima pudiendo ser ésta breve, media o larga (7).

Estas características especiales de los préstamos participativos no empecen la consideración de los mismos como préstamo y financiación ajena, como ha señalado la doctrina y nuestro Tribunal Supremo (8). Pese a ello, dados los rasgos de sus créditos (participación y subordinación) los acreedores participativos se sitúan en una posición similar a la de los socios frente al resto de



participantes en la estructura de capital aunque no completamente asimilable a la de los socios en cuanto los acreedores participativos ni intervienen en la toma de decisiones del deudor ni participan en beneficios sino que simplemente se benefician de una variabilidad del interés por referencia a la evolución de la compañía (9). Por lo tanto, la naturaleza participativa de estos préstamos en nada afectará a su vencimiento y exigibilidad y el prestamista/acreedor mantendrá el derecho a cobrar antes que los accionistas, cobro que se realizará por la vía del pago y no por la de la liquidación o disolución. Además, el prestamista/acreedor tendrá derecho, si así se pacta, a un interés fijo que no se encontrará vinculado a la evolución de la compañía ni a las vicisitudes financieras y empresariales que esta compañía pueda sufrir (10). En definitiva, el prestamista/acreedor conservará intacto, en todo momento, su derecho al cobro de las sumas prestadas sin perjuicio de las restricciones y especificidades que puedan concurrir en el momento del cobro como consecuencia de su naturaleza de préstamo participativo.

2. El régimen de subordinación de los préstamos participativos

Entre las particularidades esenciales de los préstamos participativos se encuentra su sujeción al régimen de subordinación ex apartado c) del art. 20 del RDL 7/1996 que otorga a estos préstamos un rango de prelación inferior a los créditos de los acreedores comunes. Es decir, los préstamos participativos se configuran de ius cogens (11) como créditos subordinados y, desde un punto de vista funcional, constituyen una garantía atípica frente al resto de acreedores que podrán cobrar sus créditos con carácter previo a los acreedores participativos (incrementando las posibilidades de cobro) y que, además, verán aumentada la solvencia del deudor en supuestos de insuficiencia patrimonial y concurrencia de acreedores. Los acreedores participativos, por el contrario, verán su posición asimilarse desde un punto de vista práctico a la del riesgo empresarial puesto que sus perspectivas de recobro serán reducidas (en forma similar a la de un accionista) al ser difícil que exista patrimonio disponible a ser distribuido una vez se hayan cobrado los acreedores comunes (12).

La referencia al acreedor común que realiza el RDL 7/1996 (categoría de créditos prevista en el artículo 913 CCom. pero no en nuestra Ley Concursal) no fue modificada tras la entrada en vigor de la Ley Concursal y debe entenderse realizada, en aplicación de los criterios de interpretación previstos en la Disposición Adicional Primera LC, a la actual noción de acreedores ordinarios (13). En consecuencia, y sin existir discrepancias reseñables en la doctrina, los créditos dimanantes de los préstamos participativos tendrán el carácter de créditos subordinados en el ámbito concursal y su pago se realizará una vez hayan sido satisfechos los acreedores privilegiados y ordinarios, todo



ello en aplicación del artículo 158 LC, sin que pueda admitirse la exclusión voluntaria por acuerdo contractual de esta subordinación en el concurso ya que, de lo contrario, se estaría eliminando una de las notas esenciales y definitorias de los préstamos participativos.

Aceptada la conceptualización de los préstamos participativos como créditos subordinados en sede concursal debemos analizar de qué clase de créditos subordinados se tratan, dividiéndose la doctrina entre aquellos autores que defienden que los préstamos participativos se sitúan dentro del grupo de los créditos subordinados por pacto contractual ex artículo 92.2º LC y aquellos otros que dada la proximidad de los préstamos participativos a los recursos propios del deudor consideran que deben incardinarse dentro del artículo 92.5º LC (los créditos de que fuera titular alguna de las personas especialmente relacionadas con el deudor).

Entre los autores que han defendido la primera tesis, éstos se han dividido tradicionalmente entre aquellos que han considerado que el carácter subordinado nace de una voluntad de las partes expresada por el acogimiento a un supuesto negocial típico regulado por el artículo 20 RDL 7/1996 y aquellos otros que consideran que adicionalmente a la sujeción al RDL 7/1996 deberá existir un pacto expreso por el que las partes acuerden que el crédito tendrá el carácter de subordinado. Es decir, los primeros consideran que al ser los préstamos participativos subordinados por imposición legal (*ex lege*) la aplicación de dicha subordinación resulta del acogimiento por las partes en el ejercicio de la autonomía de la voluntad a un supuesto negocial típico del que se deriva un efecto legal: la subordinación del crédito en supuestos de insuficiencia patrimonial (14). No obstante, el segundo sector doctrinal ha considerado que, desde una perspectiva estricta, para que un crédito derivado de un préstamo participativo pueda incardinarse dentro del artículo 92.2 LC deberá existir un pacto expreso por el que las partes acuerden que el crédito tendrá el carácter de subordinado. Es decir, no bastará la sujeción del préstamo en cuestión al régimen del artículo 20 RD 7/1996 sino que deberá existir un pacto expreso para que los créditos sean considerados subordinados (15).

Por otro lado, sin perjuicio de que la anterior postura ya sea en su perspectiva amplia o estricta es la que goza de mayor reconocimiento en la doctrina, otro sector doctrinal ha entendido que dada la finalidad que cumplen los préstamos participativos y su equiparación a los fondos propios (cuasi equity) el acreedor participativo debería ocupar una posición en el orden de prelación similar a la de los socios y accionistas y tener, así, un peor trato que todos los restantes acreedores subordinados no insiders (16). Otros autores han considerado además que al participar en el riesgo empresarial del prestatario los acreedores participativos se sitúan en una posición similar a la de los socios frente al resto de participantes en la estructura de capital al participar de los



<<frutos* de la empresa en función de los criterios que las partes determinen contractualmente que, en todo caso, deberán vincularse a la evolución de la compañía. Por lo tanto, para conjugar los elementos de participación y subordinación que caracterizan los préstamos participativos, este sector doctrinal considera que estos créditos, en atención a dicho carácter, deberán ser satisfechos únicamente cuando hayan sido pagados todos los créditos concursales, incluidos los otros créditos subordinados previstos en el artículo 92 LC, con preferencia, exclusivamente, a la devolución de aportaciones a los socios (17).

Desde una perspectiva jurisprudencial son mayoritarias las sentencias que consideran que los créditos dimanantes de los préstamos participativos son créditos subordinados en sede del concurso del deudor por el cauce del artículo 92.2 LC (18). También el Tribunal Supremo, aunque al analizar la naturaleza jurídica de los préstamos participativos y no específicamente la cuestión que nos ocupa, parece apuntar que será en sede concursal donde la subordinación de los préstamos participativos desplegará sus efectos siendo los créditos dimanantes de ellos créditos subordinados a efectos concursales (19).

Sin perjuicio de lo anterior, algunos juzgados han negado el carácter subordinado a efectos concursales de los préstamos participativos al considerar que el artículo 20 c) RDL 7/1996 ha sido derogado tácitamente por la LC al ser esta norma posterior y estar vedadas excepciones positivas (privilegios) o negativas (subordinación) respecto de los créditos ordinarios previstos en la LC, preceptos todos ellos que no pueden ser objeto de interpretación amplia. Además, estos juzgados han entendido también que desde un punto de vista sistemático la regla de prelación prevista en el artículo 20.1(c) RDL 7/1996 debe aplicarse de forma restringida a los casos de ejecuciones singulares, siendo el RDL una norma complementaria a la regulación del Código Civil (artículos 1921 y siguientes) no resultando de aplicación en supuestos concursales (20).

En definitiva, observamos cómo tanto desde un punto de vista doctrinal como jurisprudencial no existe una posición única sobre el reconocimiento de la subordinación de los préstamos participativos en sede concursal. Esta incertidumbre sobre el régimen jurídico que debe aplicar a estas fórmulas de financiación tiene un impacto negativo en el tráfico mercantil y resulta en el riesgo de que los préstamos participativos no desplieguen toda su virtualidad en situaciones de crisis del deudor. Por ello, consideramos que pese al silencio que sobre esta cuestión existe en el Proyecto del Texto Refundido de la Ley Concursal es necesario que en el marco de reforma concursal en el que estamos inmersos se sistematice el régimen concursal de los préstamos participativos y se realice una inclusión específica de los préstamos participativos entre los créditos subordinados del artículo 92 LC con un régimen de prelación sólo superior al de los



créditos de las personas especialmente relacionadas y los créditos derivados de los contratos con obligaciones recíprocas en los que el acreedor haya obstaculizado su cumplimiento. Con esta propuesta de lege ferenda, se resolvería, por un lado, el actual debate sobre el tratamiento legal de los créditos concursales, poniendo fin a la incertidumbre que pesa sobre esta cuestión; por otro lado, se reflejaría mejor la finalidad que cumplen los préstamos participativos en la estructura de capital del deudor y su equiparación a los fondos propios (cuasi equity).

3. La problemática de los préstamos participativos garantizados

Sin perjuicio de todo lo anterior, constatamos como el tráfico mercantil ha tratado de superar los contornos jurídicos de los préstamos participativos y en numerosas ocasiones dichos préstamos se encuentran en la práctica garantizados en su cobro mediante la vinculación a patrimonios terceros (garantía personal) o afectando bienes muebles o inmuebles (garantía real). Debemos pues plantearnos si dichas garantías son válidas y si un préstamo participativo ex RDL 7/1996 puede, pese a su carácter subordinado, encontrarse garantizado con garantías reales (y/o personales). No existe ninguna previsión en el RDL 7/1996 (o en cualquier otra normativa aplicable) que precluya dicha posibilidad y, por consiguiente, la existencia o no de garantías reales (y/o personales) dependerá en todo caso de lo que las partes decidan en el ejercicio de su autonomía de la voluntad (21).

Sin perjuicio de lo anterior, y sin poner en cuestión la validez de las garantías otorgados a favor de los préstamos participativos, consideramos que esta cuestión no puede dissociarse en un escenario concursal del carácter subordinado que tiene la obligación principal en su condición de préstamo participativo y que, como veíamos, es una norma imperativa que no admite pacto en contrario. Por lo tanto, consideramos que las garantías otorgadas por el deudor, en cuanto elemento accesorio a la obligación principal, deberán necesariamente sufrir su misma suerte y, por consiguiente, deberán decaer cuando la subordinación despliegue sus efectos, señaladamente en el marco de un proceso concursal, aunque también en el marco de la homologación judicial. En estos supuestos, los acreedores no participativos deberán poder hacer valer sus derechos (esto es, la subordinación del préstamo participativo) no sólo a través de los medios que puedan resultar de aplicación en derecho (por ejemplo, la tercería de mejor derecho con respecto a la ejecución de la garantía real) sino también a través de mecanismos estrictamente concursales. Por ello, tomando en consideración que los acreedores participativos ostentan una posición similar a la de los socios frente al resto de participantes en la estructura de capital consideramos que la declaración de



concurso debería implicar necesariamente la pérdida de las garantías reales otorgadas por el concursado sobre sus bienes a favor de dichos créditos (22) en modo similar a los créditos titularidad de los PER (23). Esta pérdida de garantías podría matizarse en el momento de la efectiva satisfacción de los restantes acreedores privilegiados, ordinarios y subordinados distintos de los PER, otorgando al acreedor participativo el derecho a percibir el producto de ejecución remanente con preferencia al PER.

III. Préstamos participativos y homologación judicial: la posición jurídica del acreedor participativo

Al analizar la figura de los préstamos participativos y su régimen jurídico en la homologación judicial nos vamos a centrar en el acreedor participativo como titular de un pasivo financiero que se incluye dentro del pasivo financiero del deudor que se sujeta a la homologación judicial. Por lo tanto, analizaremos el cómputo de los préstamos participativos como pasivo financiero, su tratamiento legal y el impacto de su carácter subordinado en supuestos de impugnación de la homologación judicial. No analizaremos, por el contrario, los efectos de la homologación judicial en cuanto a la conversión en préstamos participativos de pasivo financiero no participativo puesto que no es esta cuestión objeto del presente trabajo que pretende centrarse fundamentalmente en la posición que ocupa el acreedor participativo en el marco de la homologación judicial como titular de pasivo financiero homologable.

1. El cómputo de los préstamos participativos como pasivo financiero

La Disposición Adicional 4ª de la LC en su apartado 1 introdujo la expresión de “acreedor de pasivo financiero” y resolvió las dudas existentes sobre el colectivo de acreedores que podían verse afectados por la homologación judicial. En virtud de esta nueva expresión la LC abrió la puerta a todos aquellos titulares de pasivos financieros, estuvieran o no sometidos a supervisión prudencial, alejándose así la Disposición Adicional 4ª de la expresión “acreedor financiero” o “entidad financiera” que el legislador utiliza en otras partes del articulado de la Ley Concursal.

Por lo tanto, y creemos que así debería ser dada la evolución que ha experimentado nuestro mercado de crédito en los últimos años, con esta redacción quedan potencialmente sometidos a la homologación judicial un nutrido grupo de acreedores profesionales, incluyendo aquellos acreedores que estén sometidos o no a supervisión cautelar o prudencial, ya sean financiadores “tradicionales” (bancos, cajas de ahorros) o “alternativos” (credit funds, hedge funds e incluso fondos de private equity) ya sean acreedores originarios (esto es, originaron la operación de la que



deriva el pasivo financiero) o secundarios (compraron el pasivo financiero en el mercado secundario a descuento, generalmente, con el objetivo de obtener un rendimiento por encima del precio de adquisición del crédito o, en su caso, como mecanismo para adquirir la propiedad del deudor o sus activos a través de las operaciones conocidas como de “loan to own”). Además, añadimos, al ampliarse significativamente con la expresión “pasivo financiero” el alcance subjetivo de la homologación judicial tampoco existe impedimento alguno para que no se aplique a todo acreedor (persona física o jurídica), incluso con independencia de cómo se haya documentado o instrumentado la deuda (préstamos, bonos, leasings, avales, seguros, etc).

Clarificado el anterior punto, y dejando de lado la condición subjetiva de las partes en el préstamo participativo ya que no resulta de interés para este estudio, sí debemos referirnos al tratamiento a los efectos de la homologación judicial que merecen los préstamos participativos y su consideración como “pasivo financiero” dado su especial consideración de patrimonio contable a los efectos de la reducción de capital y de la disolución de sociedades previstas en la legislación mercantil.

Pues bien, en este sentido, consideramos que los préstamos participativos son crédito-deuda a plazo y, como tal, deben considerarse incluidos en el pasivo exigible del deudor y así deberían constar en su contabilidad (también en la del acreedor), todo ello sin perjuicio de que sus especialidades aconsejen una anotación separada en la contabilidad, tanto en cuentas específicas como en partidas especiales del balance, incluyendo una información sobre ellos en la memoria (24). Por ello, y dado que la naturaleza crediticia de los préstamos participativos no se ve afectada por sus elementos caracterizadores, que no los convierte en figuras societarias, creemos que no existe ninguna duda del tratamiento de los préstamos participativos como “pasivo financiero” a efectos de la Disposición Adicional 4ª de la Ley Concursal y, por ende, su sujeción al régimen de la homologación judicial.

2. El carácter subordinado de los préstamos participativos en contextos de homologación judicial

2.1 Tratamiento legal

En el ámbito subjetivo de la Disposición Adicional Cuarta LC se integra cualquier acreedor titular de pasivos financieros sin que la Ley Concursal establezca tratos diferenciados en relación con las partidas que podrán integrar el pasivo financiero a los efectos de la homologación judicial. La Ley Concursal, no obstante, sí que realiza una exclusión singular del pasivo financiero titularidad de las personas especialmente relacionadas ex artículo 93.2 LC (25) que si bien se integrarán en el pasivo financiero total no se tendrán en cuenta a efectos del cómputo de las mayorías indicadas en esta disposición y, por lo tanto, no computarán para la mayoría del 51% que habilita a la homologación



judicial y a la protección concursal ni tampoco para el cálculo de las mayorías de arrastre para la imposición de los efectos de la homologación a los disidentes (hold outs). Si se le aplicarán, pese a ello, los efectos de la homologación (26).

Es decir, la exclusión del pasivo financiero no se predica de todos aquellos pasivos financieros que podrían tener la consideración de créditos subordinados, sino simplemente aquellos acreedores que sean personas especialmente relacionadas ex artículo 93.2 LC (27). Por consiguiente, no existe en la norma ninguna distinción especial en relación con el tratamiento legal que deban tener los acreedores titulares de créditos participativos que se integrarán plenamente en el pasivo y no serán objeto de un tratamiento diferenciados, todo ello pese a ser en sede concursal un crédito subordinado.

Desde una perspectiva de lege ferenda se plantea la problemática relativa a la posición que debería tener el acreedor participativo en el seno de la homologación judicial dada la finalidad que cumplen los préstamos participativos y su equiparación a los fondos propios (cuasi equity) y si la misma debería ser una posición similar a la de los socios y accionistas, esto es, estar excluidos del cómputo del pasivo financiero, pero verse afectados por la homologación judicial. Pese a que privar a los acreedores participativos de su inclusión en el pasivo financiero supondría adelantar e l carácter subordinado de los préstamos participativos a un estado previo al previsto en el RDL 7/1996 (supuestos de insuficiencia patrimonial y concurrencia de acreedores, circunstancia que no se da en un contexto de homologación judicial pese a que el deudor se encuentre en situación de insolvencia actual o inminente) el hecho de que los préstamos participativos ya estén desplegando sus efectos como patrimonio contable de la sociedad a los efectos de reducción de capital y liquidación aconsejarían que los mismos fueran también excluidos del cómputo del pasivo por su especial posición en la estructura de capital del deudor (asimilable a la que deberían tener los socios y accionistas).

2.2 Préstamos participativos y sacrificio desproporcionado

La Disposición Adicional Cuarta adicionalmente no ha establecido clases (distintas de acreedores financieros con garantías o sin garantías (28)) entre las distintas partidas que componen el crédito financiero ni ha fijado reglas de tratamiento de los acreedores en función del tratamiento que merezcan en sede concursal, lo que supone que desde un punto de vista práctico es plenamente posible que los acreedores participativos disfruten en sede de homologación judicial del mismo (o incluso mejor (29)) tratamiento que el resto de acreedores no participativos, todo ello sin perjuicio del tratamiento subordinado que el crédito participativo disfrutaría en sede concursal.

Esta circunstancia plantea una interesante problemática en contextos de impugnación de la homologación judicial, sobre la base precisamente de la existencia del sacrificio desproporcionado



que para el acreedor disidente no participativo puede suponer que el acreedor participativo haya recibido el mismo trato pese a su carácter subordinado.

El concepto de “sacrificio desproporcionado” no es un concepto legalmente definido siendo una cuestión de hecho que deberá analizarse en cada caso concreto en función de las circunstancias de la sociedad deudora y el contenido del acuerdo de refinanciación. Este concepto ha sido objeto de desarrollo por diferentes resoluciones de los juzgados de lo mercantil en aras de establecer criterios que permitan al juez apreciar la desproporción del sacrificio exigido a los acreedores disidentes en aras de garantizar la viabilidad de su deudor. Como han puesto de manifiesto nuestros tribunales (30), la desproporción (o proporción) del sacrificio puede analizarse desde dos vertientes: por un lado, desde la comparación, atendiendo a la variación de la situación del acreedor financiero disidente (equidad); por otro lado, desde la correspondencia, atendiendo a la finalidad perseguida con la refinanciación (necesidad).

Nosotros, dado el objeto de este trabajo, nos centraremos en la primera vertiente (equidad) (31). Para determinar la existencia o no de equidad en el sacrificio se han identificado dos test fundamentales: expectativa de recuperación en un supuesto de liquidación (“best interest test”) y la existencia de un trato homogéneo entre acreedores semejantes y trato proporcionado entre acreedores diferentes (32). El primer elemento de contraste, el denominado “best interest test”, exige comparar la situación en la cual la refinanciación deja al acreedor disidente con aquella que resultaría de la ausencia de tal refinanciación (cuota hipotética de liquidación/recuperación) siendo desproporcionado el sacrificio del acreedor disidente si su cuota de recuperación en un escenario de liquidación concursal sería superior a la resultante del acuerdo de refinanciación que se impone coactivamente a través de la homologación judicial. Desde un punto de vista cuantitativo para aplicar este test deberá tenerse en cuenta el importe que, razonablemente, obtendría el acreedor financiero ante la ausencia de homologación debiéndose tener presente las circunstancias concretas del caso y el porcentaje previsible de satisfacción del crédito que le hubiese correspondido en un escenario de liquidación. Desde un punto de vista temporal el momento sobre el que debe proyectarse el juicio anterior debería ser la fecha en la que la solicitud de homologación fue presentada ya que es en ese instante cuando el solicitante opta por instar la existencia del sacrificio a los acreedores disidentes. La cuota hipotética de recuperación obtenida en virtud de estos criterios deberá ser comparada con el valor del derecho de crédito del acreedor disidente que resulta de la homologación (tanto en lo relativo a su quita como a su espera). Si tal valor resulta superior a la cuota hipotética de liquidación entonces el sacrificio impuesto a los acreedores disidentes no puede considerarse desproporcionado por inequitativo, si se da el supuesto contrario sí existirá sacrificio.

Por otro lado, la ausencia de equidad del sacrificio puede también basarse en la homogeneidad entre acreedores semejantes y en el trato proporcionado entre acreedores diferentes. Así, el trato podrá ser desproporcionado si se produce un trato asimétrico entre acreedores homogéneos (esto es, el trato es más perjudicial para el disidente que el que soportan aquellos acreedores que



se encuentran en su misma situación) o si a acreedores diferentes (por ejemplo, por ser un acreedor de mejor condición que otro) se les impone el mismo sacrificio.

Desde la perspectiva de los acreedores no participativos disidentes la presencia de pasivo financiero participativo en un contexto de homologación judicial puede plantear distintas vías de impugnación sobre la base de la equidad que acabamos de analizar. Primero, desde el prisma del «best interest test» la determinación de la cuota hipotética de liquidación/recuperación deberá realizarse tomando en consideración el carácter subordinado del préstamo participativo. Es decir, el importe de recuperación de su crédito que razonablemente obtendría el acreedor financiero en un escenario de liquidación deberá calcularse tomando en consideración que los créditos del acreedor participativo serán subordinados. Como señalábamos al principio, los préstamos participativos dado su carácter subordinado cumplen una función de garantía atípica en favor de los acreedores senior dentro de las estructuras de capital, garantía que despliega su virtualidad en sede concursal y que beneficia a los acreedores no participativos que verán sus créditos satisfechos en dichos procesos concursal con preferencia a los acreedores participativos y, por consiguiente, su cuota hipotética de liquidación/recuperación se incrementará como consecuencia de dicha circunstancia. De esta forma, pese a que de lege lata los préstamos participativos no tienen un tratamiento diferenciado ni se ven excluidas del cómputo de pasivo financiero en la redacción actual de la LC, dicha subordinación sí debe desplegar sus efectos en el momento de determinar la cuota hipotética de liquidación/recuperación de los acreedores no participativos para determinar la existencia o no de trato desproporcionado.

Por otro lado, consideramos que el trato simétrico entre acreedores participativos y no participativos en la homologación judicial plantearía también problemas de equidad en sede de sacrificio desproporcionado. Sin perjuicio de que la LC sólo prevé en la homologación judicial dos clases de acreedores, privilegiados y no privilegiados, no puede obviarse que en la práctica es muy habitual que dentro de las estructuras de capital se configuren distintos rangos (seniority) de deuda gozando de preferencias o privilegios específicos, en algunos casos como consecuencia del otorgamiento de garantías reales a su favor o en otros en acuerdos contractuales (por ejemplo, contratos entre acreedores). En el caso de los préstamos participativos además de que los mismos se configuran de ius cogens como créditos subordinados, normalmente, y así ocurre generalmente en la práctica, los préstamos participativos serán adicionalmente considerados como deuda subordinada/junior en la estructura de capital en virtud de un contrato entre acreedores (33) suscrito por los distintos niveles de deuda existentes en la estructura. Por lo tanto, considero que en aquellos supuestos en los que un acreedor no participativo recibe el mismo o peor trato que un acreedor participativo se deberá permitir la impugnación de la extensión coactiva del acuerdo de refinanciación sobre la base de que ese trato es desproporcionado. Considero que la determinación de la posición semejante o diferente entre dos acreedores deberá realizarse tomando en consideración las circunstancias específicas de cada uno de los créditos, así como también su posición en la liquidación del deudor, verdadero elemento de contraste («benchmark» (34)) en la valoración del sacrificio que deben asumir los acreedores y



que no debería ser obviado al realizar el análisis del sacrificio desproporcionado. La existencia de un trato simétrico o asimétrico entre acreedores iguales o diferentes debería realizarse teniendo en cuenta sus especiales características, pero también la posición que estos mismos acreedores y sus créditos ocuparían en sede de liquidación concursal, es decir, acreedores que puedan ser formalmente iguales en el marco de la homologación judicial, podrán ser desiguales en sede de liquidación, debiendo tenerse en cuenta ambas circunstancias a los efectos de realizar el contraste que exige el análisis del sacrificio desproporcionado.

Finalmente, de forma consistente con lo defendido en el presente trabajo, considero que con respecto a aquellos acreedores participativos que sean beneficiarios de garantías reales dichas garantías no deberán tenerse en cuenta a los efectos de determinarse la existencia o no de sacrificio desproporcionado puesto que las mismas dado su carácter subordinado deberían decaer en concurso y no beneficiarles el producto de su ejecución o monetización (salvo que se haya repagado al resto de acreedores no participativos excepto los PER).

IV. Conclusión

Los préstamos participativos además de cumplir la función de refuerzo de los recursos propios del deudor también cumplen una función de garantía atípica en favor de los acreedores senior dentro de las estructuras de capital. Esto nos lleva a defender una serie de propuestas de lege ferenda que tienen como finalidad que los préstamos participativos desplieguen toda su virtualidad en situaciones de crisis del deudor, incluyendo la sistematización del régimen concursal de los préstamos participativos y su inclusión específica de los préstamos participativos entre los créditos subordinados del artículo 92 LC. Adicionalmente, desde la perspectiva de la homologación judicial, sin perjuicio del control del tratamiento de los créditos participativos que se puede realizar en sede de impugnación de la misma por vía de la figura del sacrificio desproporcionado, consideramos necesario una reflexión sobre la inclusión o no dado de los créditos participativos en el pasivo financiero dadas las especiales características de sus créditos y la posición que estos ocupan en la estructura de capital del deudor.



Notas a pie de página:

(1) Los préstamos participativos fueron introducidos por primera vez en nuestra historia (sin perjuicio de la existencia de los créditos parcelarios que han existido desde hace siglos en nuestro derecho) en el marco del proceso de reconversión y reindustrialización que sufrieron determinados sectores económicos de nuestro país en la década de los ochentas del siglo pasado como mecanismo para la obtención de recursos de capital adicional otorgados por entidades de crédito público y privadas cuya especialidad consistía en la participación del prestatario en el beneficio neto del deudor y su subordinación con respecto a los acreedores comunes del deudor en situaciones concursales. En una línea similar se reguló de nuevo en el año 1995 el préstamo participativo ya no como instrumento de financiación exclusivamente en contextos de reconversión y reindustrialización, sino como mecanismo de financiación para la concesión de ayudas públicas y de financiación para pequeñas y medianas empresas, primero, y posteriormente en el marco del régimen de ayudas y el sistema de gestión de la iniciativa PYME de desarrollo empresarial y que incluía a los préstamos participativos como línea de ayuda subvencionable. Esta concepción del préstamo participativo como instrumento de deuda únicamente disponible en situaciones excepcionales de crisis financiera o contextos de ayuda pública fue superado por el RDL 7/1996 que fijó en su artículo 20 un régimen único y general de préstamo participativo.

(2) Existen en el tráfico mercantil una serie de instrumentos contractuales que cumplen unas funciones similares a las garantías mediante la cual los operadores económicos dotan a sus créditos de un mayor valor ex ante, pero que sin embargo no encajan en ninguno de los modelos de preferencia establecidos por la ley.

(3) Adicionalmente a su naturaleza y finalidad, así fue dispuesto expresamente por el legislador en la Disposición Adicional Segunda de la Ley 10/1996 que tenía como título “Consideración mercantil de los préstamos participativos”.

(4) Sin perjuicio de que el tenor literal del RDL 7/1996 únicamente se refiere al “préstamo” participativo, la mayoría de la doctrina es favorable a admitir también el “crédito” participativo, al considerar que el elemento que define a este tipo de contratos es la existencia de una retribución ligada a la evolución de la actividad de la entidad deudora, con independencia de la figura jurídica elegida para formalizar la entrega de fondos y la obligación de restitución. En este sentido, entre otros, GARCÍA VILLAVARDE, R., Créditos participativos, Revista de Derecho de Sociedades, no 9, 1997, pág. 51 y PALÁ LAGUNA, E., <Algunas cuestiones en torno a la nueva figura del «préstamo participativo» y su nuevo régimen jurídico>, Revista de Derecho Bancario y Bursátil no 70/1996, págs. 460 y 462. En contra, RODRÍGUEZ SANTOS, J. y NADAL JIMÉNEZ, B., Los préstamos participativos (Análisis del artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio), Crónica Tributaria no 82-83/1997, pág. 265.

(5) Señala cierto sector doctrinal que el régimen típico de los préstamos participativos no excluye la conclusión de otros préstamos participativos, si bien dichos préstamos no podrán beneficiarse de los efectos previstos para los préstamos participativos. Así, ALEMANY EGUIDAZU, J., “Subordinación contractual y subordinación concursal”, Diario LA LEY, nt1m.6004, 26 de abril de 2004. En contra, PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones”, op. cit, p. 460-463. Sin perjuicio de que en la práctica es poco frecuente la existencia de préstamos participativos que no se acojan al régimen del RDL 7/1996 y se beneficien de sus efectos, especialmente en lo relativo a su cómputo como fondos propios, debemos destacar que cada vez con mayor



frecuencia se están instrumentando mecanismos contractuales de participación en beneficios (equity upside) que adoptan la forma, en algunos casos, de interés participativo vinculado a la existencia de un retorno determinado en la inversión.

(6) Sobre este extremo señala GARCÍA VILLAVERDE que bajo el régimen del RDL 7/1996 ya no concurre la participación en beneficios como elemento legal del contrato —sin perjuicio de que pueda ser pactado— por lo que no puede hablarse strictu sensu de un contrato participativo —pese a ser ésta la denominación que se le ha dado— ya que la variabilidad del interés por referencia a la evolución de la compañía y la participación en beneficios son conceptos distintos, eliminándose así el elemento parciario y siendo el préstamo participativo exclusivamente un préstamo mutuo con interés variable. Vid., GARCÍA VILLAVERDE, R., op. cit., p. 14.

(7) Así, COLINO MEDIAVILLA, J.L., *Créditos participativos y concursos de acreedores*, La Ley, 2010, p. 61. Ver Texto

(8) El Tribunal Supremo en su Sentencia no 566/2011, de 13 de julio, al analizar la naturaleza jurídica de los préstamos participativos segt1n sus elementos definitorios previstos en el artículo 20 RDL 7/1996 establece que “[d]e esta norma se desprende que no se altera la naturaleza jurídica de préstamo, sino que se mantiene el principio de responsabilidad patrimonial universal que proclama el artículo 1911 Cc por lo que deberá devolver el capital prestado y los intereses pactados, en virtud de la naturaleza de préstamo (artículos 1740 y siguientes del Código Civil) y 311 y siguientes del Código de Comercio”.

(9) PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones”, op. cit., p. 464. Así también, GARCÍA VILLAVERDE, R., *Créditos participativos*, op. cit., p. 14 cuando al reiterar que, según su opinión, el carácter participativo del préstamo desaparece con la regulación otorgada por el RDL 7/1996 y, por lo tanto, ya no existe ningún elemento de similitud con la posición jurídica de socio en el prestamista.

(10) Con carácter previo a la entrada en vigor del RDL 7/1996 y al analizar la naturaleza del préstamo participativo y su asimilación o no a las cuentas en participación había sido defendido por algt1n sector de la doctrina la naturaleza del préstamo participativo como contrato mixto cuya base era el préstamo y al que se le añadía un elemento parciario, estando dicha naturaleza y validez garantizada por el principio de la autonomía de la voluntad ex artículo 1255 Cc.

(11) Según la doctrina el art. 20 Uno.c) del Real Decreto-Ley 7/1996 es una “norma especial” que se “superpone a las reglas generales de prelación de créditos y contra la que no cabe el pacto en contrario dada su impronta de norma imperativa”. Vid. PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones”, op. cit., p. 464.

(12) GARCÍA VILLAVERDE, R., *Créditos participativos*, op. cit., pág. 15 en el que también trata la dicción literal incluida por el RDL 7/1996 que suprimía la anterior referencia a la igualdad de rango de los préstamos participativos lo que considera acertado ya que suponía obviar la posible existencia de prelación entre los préstamos participativos en función de las características específicas de los mismos.

(13) En este sentido, FERRÉ FALCÓN, J., *Los Créditos Subordinados*, Thomson Civitas, 2006, págs. 52-62.

(14) Así lo entiende GARRIDO J.M., *Comentarios al art. 92*, en ROJO, A. y BELTRÁN, E. (dirs.), *Comentario a la Ley Concursal*, Tomo I, Civitas, Madrid, 2004, pág.1663, quien se muestra partidario de que se realice una interpretación amplia del citado artículo 92.2 LC que incluya no sólo la subordinación que se



deduzca expresamente de un pacto incluido en la relación jurídica de la que se derive el crédito, sino también aquella que se formalice mediante una técnica jurídica que lleve aparejada la subordinación. Afirma que «la segunda interpretación, más amplia, hace que se incluyan dentro de esta categoría instrumentos como los préstamos participativos, que en todo caso llevan consigo la subordinación».

(15) Esta opinión es defendida, entre otros, por COLINO MEDIAVILLA, J.L., op. cit, p. 90, que manifiesta que “es necesario establecer en el contrato el carácter subordinado del crédito, so pena de no poder subsumirlo en el tipo normativo créditos participativos”.

(16) BERMEJO GUTIÉRREZ, N., *Créditos y quiebra*, Madrid, 2002, págs. 460 cuando establece que los “créditos participativos y demás figuras afines se satisfarán tras los créditos ordinarios y los créditos por intereses”, entendiendo que la proximidad de los créditos participativos a los recursos propios del deudor justifica que sean satisfechos con posterioridad a dichos otros créditos y debiendo ocupar el puesto inferior de prelación dentro de los créditos subordinados (conjuntamente con los créditos de los socios de las sociedades infracapitalizadas) por su equivalencia funcional a la aportación.

(17) Vid. FERRÉ FALCÓN, J., *Los Créditos Subordinados*, Thomson Civitas, 2006, págs. 52-56 cuando manifiesta que “la posición de los créditos participativos es muy similar a la del socio y debe ser tratada de forma perjudicial respecto de los acreedores subordinados externos” lo que implica según dicho autor que la solución adecuada sería situar a los acreedores participativos en un orden de prelación inferior a los restantes acreedores subordinados externos, esto es, únicamente con prelación superior a los PER. No obstante, este mismo autor considera que esta solución podría resultar contraria al artículo 100.3 LC en supuestos de propuestas de convenio consistentes en la conversión en créditos participativos ya que podría implicar que un acreedor participativo mejorará el rango legalmente atribuido, por ello considera que la mejor solución será que los acreedores participativos únicamente cobren cuando hayan sido pagados todos los créditos concursales y siempre con preferencia a la devolución a los socios de sus aportaciones de capital. En este sentido consideramos que esta previsión resultaría en la negación del carácter de acreedor del acreedor participativo, circunstancia que como hemos visto no parece consistente con la naturaleza de los préstamos participativos como como préstamo y financiación ajena.

(18) Así, por ejemplo, las Sentencias de los Juzgados de lo Mercantil número 6 y 11 de Madrid de 12 de mayo de 2014 y 24 de octubre de 2016, respectivamente, clasifican los créditos derivados de los préstamos participativos como créditos subordinados por su propia naturaleza jurídica, haciendo hincapié en que dicho resultado deriva de la elección realizado por las partes de una determinada fórmula de financiación en el ejercicio de su autonomía de la voluntad. También en este sentido la Sentencia de la Audiencia Provincial de Valladolid de 19 de junio de 2012, la Sentencia de la Audiencia Provincial de La Coruña de 16 de marzo de 2017 o la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 1 de San Sebastián de 15 de enero de 2016.

(19) El Tribunal Supremo en la ya citada Sentencia número 1566/2011, de 13 de julio manifiesta al analizar la naturaleza jurídica de los préstamos participativos que “si debe aplicarse la prelación de créditos [prevista en el RDL 7/1996], quedará tras los comunes; lo cual ocurrirá tan sólo en caso de insolvencia, pues si no se da ésta, la responsabilidad del prestatario es universal y deberá cumplir la obligación de devolución”.

(20) Así, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil número 8 de Madrid de 23 de marzo de 2001 o del Juzgado de lo Mercantil número 1 de Sevilla de 20 de octubre de 2017, considerando esta última que la regla de prelación de los créditos contenida en el RDL 7/1996 resulta de aplicación en los supuestos previstos en los artículos 1921 y siguientes Cc, es decir, exclusivamente a los casos de ejecuciones singulares. También la



reciente sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid (Sec. 28ª) núm. 162/2017 de 24 de marzo que tras manifestar que la regla de subordinación del artículo 92.2º LC —que constituye según el tribunal una renuncia al derecho de igualdad de trato por el acreedor cuyo crédito es objeto de subordinación— debe interpretarse conforme al artículo 6.2 Cc y que para ser eficaz, debe ser expresa y contundente, con manifestación indiscutible de criterio de voluntad determinante de la misma, o deducida de actos o hechos de los que se deduzca inequívocamente y sin ambigüedad alguna (circunstancia que no concurre por la mera remisión general al régimen legal del RDL 7/1996). Entiende además este tribunal que la regla del artículo 20 del RDL 7/1996 es una mera norma de prelación de créditos complementaria a los artículos 1921 y ss del Cc de aplicación exclusivamente en supuestos de ejecuciones singulares o simultáneas contra un mismo deudor y unos mismos bienes.

(21) También en este sentido, PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones”, op. cit., pág. 476.

(22) Aquí aplicamos por analogía el régimen del artículo 97.2 LC que al regular la cancelación de las garantías en supuestos de subordinación por PER utiliza la expresión “garantías de cualquier clase” que debe interpretarse como garantías reales establecidas por el propio deudor concursado sobre sus elementos patrimoniales; no afecta a las garantías constituidas por terceros a favor de créditos contra el deudor concursado, a pesar de que los acreedores de dichos créditos hayan sido clasificados como PER. En este sentido, J.M. Garrido, comentarios al art. 97, en A. Rojo y E. Beltrán (dirs.), Comentario a la Ley Concursal, Tomo I, Civitas, Madrid, 2004, p. 1725; V. Montés, op. cit., p. 82; y J. Ferré Falcón., op. cit., p. 684.

(23) Existen otras, como, por ejemplo, que los actos dispositivos a título oneroso realizados por el concursado a favor de la persona calificada como PER dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso se presumirán perjudiciales para la masa activa, salvo prueba en contrario, a efectos de su posible rescisión (art. 71.3.1º LC); que el acreedor calificado como PER no podrá actuar como administrador concursal (art. 28.3 LC) o que carecerá de voto en el convenio (art. 122 LC).

(24) Así, COLINO MEDIAVILLA, J.L., op. cit, p. 69. También Consulta 1, sobre la contabilización de los préstamos participativos, BOICAC nt1m. 78, junio de 2009, págs. 42 y 43 o, como ejemplo de reflejo en el balance del deudor, la Resolución de 20 de diciembre de 1996, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se fijan criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la legislación mercantil. Fiscalmente, por ejemplo, reciben también un tratamiento acorde a su condición de crédito-deuda, tal y como fijó la Resolución de la Dirección General de Tributos (Consulta Vinculante) de 19 de septiembre de 2006.

(25) El art. 93.2 LC considera PER con el concursado persona jurídica, entre otros, a los titulares de una participación significativa en el capital social (al menos un 5%, si la sociedad tuviera valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, y un 10%, si no los tuviera), en el momento del nacimiento del derecho de crédito, y a las sociedades del mismo grupo y sus socios comunes, siempre que estos reúnan las mismas condiciones.

(26) PULGAR EZQUERRA, J., Refinanciación, reestructuración de deuda empresarial y reforma concursal (Real Decreto-Ley 4/2014, de 7 de marzo), Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, Marzo 2017, cuestiona esta exclusión del cómputo del pasivo sobre la base de realizarse en sede preconcursal sin que se procedimentalice el acuerdo y, por tanto, sin que se configure una fase de formación, comprobación y clasificación de una masa pasiva.



(27) No analizaremos, ya que no es el objeto del presente trabajo, las dudas que ha planteado la redacción de la Disposición Adicional Cuarta al limitarse la referencia al artículo 93.2 LC y no al 93 LC en su integridad lo que plantea dudas tanto en la inclusión o de las personas físicas en esta exclusión y a los cesionarios. Sobre esta cuestión vid. AZOFRA VEGAS, F., La homologación judicial de acuerdos de refinanciación, Reus, págs. 85 y siguientes.

(28) Las técnicas clases que establece nuestra LC es la de los acreedores financieras con garantías o sin garantías, habiendo rechazado el legislador (en contra de lo que ocurre por ejemplo en la legislación inglesa en relación con el scheme of arrangement) la técnica de la formación de clases de acreedores. Esto sin duda choca con la práctica del mercado financiero en la que es habitual que existan distintas clases de acreedores con rangos y preferencias distintas, a veces basadas en la existencia de garantías reales, pero otras muchas en preferencias contractuales que son conocidas o no por el deudor. Así, la Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración (<Directiva sobre marcos de reestructuración>) establece en su punto (44) la conveniencia de incluir distintas clases de modo que se reflejen sus derechos y la prelación de sus créditos e intereses, abriendo la puerta a que se introduzcan categorías diferentes de acreedores con y sin garantía.

(29) El tráfico mercantil ha tratado de superar los contornos jurídicos de los préstamos participativos y en numerosas ocasiones dichos préstamos se encuentran garantizados en su cobro mediante la vinculación a patrimonios terceros (garantía personal) o afectando bienes muebles o inmuebles (garantía real). ¿Son válidas estas garantías?, ¿puede un préstamo participativo encontrarse garantizado con garantías reales y/o personales? La respuesta debe ser necesariamente afirmativa: no existe ninguna previsión en el RDL 7/1996 —o en cualquier otra normativa aplicable— que precluya dicha posibilidad y, por consiguiente, la existencia o no de garantías reales o personales dependerá en todo caso de lo que las partes decidan en el ejercicio de su autonomía de la voluntad. También en este sentido, PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones”, op. cit., pág. 476.

(30) Por su interés, Sentencia 442/2017, de 25 de septiembre, del Juzgado de lo Mercantil no 2 de Sevilla.

(31) Para determinar si el sacrificio exigido a los acreedores disidentes resulta necesario debe analizarse si el objetivo perseguido con la refinanciación (la viabilidad de la empresa) es proporcional a la reducción de los derechos de los acreedores y la ventaja que esto obtienen de la refinanciación. Así se reflejó por ejemplo en la Recomendación de la Comisión de 12 de marzo de 2014 (“la confirmación del plan de reestructuración por un órgano jurisdiccional es necesaria para garantizar que la reducción de los derechos de los acreedores es proporcional a las ventajas de la reestructuración”) y se ha recogido también en el punto (48) de la Directiva sobre marcos de reestructuración.

(32) AZOFRA VEGAS, F., op. cit.

(33) Sobre esta cuestión vid. MÍNGUEZ PRIETO, R., CERDÁ MASIP, A., “El contrato entre acreedores: naturaleza jurídica, alcance objetivo y diversidad subjetiva, su función en escenarios de insolvencia y análisis de figuras afines”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, No 12, La Ley.

(34) Así, por ejemplo, se sugirió hace ya cinco años el apartado 22 c) de la Recomendación de la Comisión Europea de 12 de marzo de 2014 (2014/135/UE) y se ha recogido en el punto (49) aunque ampliando los elementos de contraste no sólo a la liquidación sino también a <la mejor solución alternativa



sino se confirmase el plan de reestructuración> y en el caso de la liquidación diferenciando entre la liquidación gradual y la venta como empresa en funcionamiento dependiendo de las circunstancias particulares del caso.