

REVISTA ESPAÑOLA DE CAPITAL RIESGO

CR

www.recari.es

Homologación judicial de acuerdos de refinanciación y contratos de financiación sindicada.

Por Guillermo Yuste de Ayala

El carried interest en las clases especiales de acciones.

Por Carlos Ferrer Haro

y Cristina Mayo Rodríguez

Valoración de empresas por descuento de flujos: lo fundamental y las complicaciones innecesarias.

Por Pablo Fernández

Actualidad del Mercado de Capital Riesgo.

Por Revista Española de Capital Riesgo

Incluye el
**Boletín de Actualidad
del Mercado de
Capital Riesgo**

Homologación judicial de acuerdos de refinanciación y contratos de financiación sindicada

Guillermo Yuste de Ayala
Socio
Araoz & Rueda Abogados

Sumario

1. Introducción.
2. *Scheme of Arrangement* y Homologación Judicial. Caracterización general y Ámbito de Aplicación de cada una de estas figuras.
3. Principales problemas que pueden encontrarse al utilizar un procedimiento de homologación judicial en relación a un acuerdo de financiación sindicada.
4. Conclusiones.

Resumen

La ley 38/2011 ha incluido, entre los denominados institutos preconcursales, la posibilidad de extender ciertos efectos de un acuerdo de refinanciación otorgado por una mayoría de entidades financieras a una minoría disidente. Se pretende ver en este instituto el equivalente español del *scheme of arrangement*, si bien ambos institutos probablemente convivirán en la práctica nacional para distintos tipos de acuerdos.

La homologación judicial de un acuerdo de refinanciación tiene unos límites muy estrechos, que impiden que pueda aplicarse a muchas situaciones. Sin embargo, sí es factible utilizarla con éxito en sociedades o grupos que concentran su deuda en uno o varios contratos de financiación sindicada relacionados, toda vez que las limitaciones del instituto de la homologación judicial se ven paliadas por el juego de las mayorías establecidas para la toma de decisiones en cualquier financiación sindicada.

Palabras clave: *scheme of arrangement*, homologación judicial de acuerdos de refinanciación, crédito sindicado.

Abstract

Spanish law nº 38/2011 has included, among the so-called pre-insolvency remedies, the possibility to request that the courts extend the effects of a refinancing agreement agreed upon by a majority of financial institutions to a minority of dissenting ones. While this procedure is seen as the Spanish substitute for the scheme of arrangement, both alternatives are likely to continue being applied in Spanish refinancing practice.

The court extension of the effects of a refinancing agreement

provided for under Spanish law has a narrow scope of application, that will disable its application in many cases. However, the court extension procedure may be particularly useful in scenarios where most debt of a company or group is concentrated in a syndicated facility or a group of related syndicated loans. In such scenarios, it will be possible to overcome certain existing limitations of the court extension as a result of the application of the majority rules provided for in the syndicated financing documentation.

Key words: scheme of arrangement, court extension of a refinancing agreement (*homologación judicial de acuerdos de refinanciación*) syndicated financing

1. Introducción

La ley 38/2011, de reforma de la Ley 23/2003, Concursal (LC), supuso una profunda reforma de varios institutos previstos en la misma. Entre ellos se encuentra uno de singular popularidad mediática: los acuerdos de refinanciación.

Este "instituto preconcursal" en palabras de la propia exposición de motivos de la ley, fue introducido por primera vez en nuestro ordenamiento por el R.D. Ley 3/2009, que reformó la Ley Concursal, como respuesta a ciertos pronunciamientos judiciales de juzgados de lo mercantil que aplicaron rescisorias concursales frente a acuerdos de refinanciación otorgados, de una parte, por entidades financieras deseosas de impedir el concurso de su sociedad deudora y, de otra, por sociedades al borde del concurso que, ni aún con el otorgamiento de dichos acuerdos, consiguieron evitar la iniciación de un expediente concursal.

El sistema previsto en el R.D. Ley 3/2009 (que introdujo en la Ley Concursal la D.A. 4ª "Acuerdos de Refinanciación") permitía que los acreedores que negociasen un convenio para extender significativamente el plazo o el crédito al deudor,

si concurrían ciertas circunstancias, podrían beneficiarse de una inmunidad ante una posible rescisoria concursal para el caso de que, pese al acuerdo alcanzado, el deudor se viera abocado a iniciar un expediente concursal.

El instituto de los acuerdos de refinanciación ha tenido una muy escasa repercusión en la práctica. Si bien ha sido empleado en relación a algunas refinanciaciones de importante volumen, la triste realidad es que la proporción de refinanciaciones en las que se hace uso del sistema respecto del número total de refinanciaciones que ocurren cada año en nuestro país es prácticamente insignificante. Quizá, la razón más importante del fracaso de los acuerdos de refinanciación en nuestro sistema es el hecho de que se trata de un procedimiento muy gravoso, lento y costoso frente a las ventajas que reporta. Ventajas que, por otra parte, pueden conseguirse, en la mayoría de los casos, de una forma indirecta: basta que los acreedores renegocien un calendario de pagos con el deudor poco exigente los dos primeros años de vida de la operación para conseguir un efecto análogo a bajo coste y con bastante rapidez, y sin necesidad de contar con la conformidad de ningún otro acreedor que no vaya a resultar afectado por el acuerdo.

Al fracaso del sistema legalmente previsto también el cambio de criterio judicial acerca de la posibilidad de rescindir operaciones de refinanciación. Así, del inicial rigorismo defendido en la sentencia de 21 de mayo de 2007 del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Madrid, que casi obligaba a la introducción en la ley de alguna reforma o excepción al art. 71 de la Ley Concursal, se pasó al criterio más ponderado de la Sentencia de la Sección 15ª de la Audiencia Provincial de Barcelona, de 6 de febrero de 2009, que valora la posibilidad de aplicar las rescisorias concursales en función de si concurre o no "sacrificio patrimonial justificado".

La ley 38/2011 introdujo, junto con el régimen general previsto para los acuerdos de refinanciación (que ahora se reubica en el artículo 71.6

de la LC), la posibilidad de "homologación judicial de un acuerdo de refinanciación", cuyos presupuestos, procedimiento y efectos aparecen regulados en la D.A. 4ª de la LC. Mediante este procedimiento, un acuerdo de refinanciación no solo obtendrá la inmunidad frente a posibles rescisorias concursales, sino que además algunos de sus efectos (los "efectos de la espera") podrán extenderse incluso a entidades financieras que no fueron parte del mismo o mostraron su disconformidad (a los que me referiré en adelante como "disidentes", en aras de la brevedad).

Se configura así al acuerdo de refinanciación judicialmente homologado como una suerte de "acuerdo de refinanciación cualificado": al acuerdo de refinanciación previsto en el artículo 71.6 LC se le añade además una nueva cualidad: la posibilidad de extender "los efectos de la espera" a acreedores "que no gocen de garantía real".

La doctrina mayoritaria, incluyendo miembros de la Comisión General de Codificación, ha querido ver en este procedimiento una alternativa al procedimiento de "*scheme of arrangement*" previsto en la normativa inglesa, al que diversas sociedades españolas se han acogido en los últimos años para culminar sus procesos de refinanciación.

Se pretendería, en definitiva, evitar el "forum shopping" y atraer los procesos de refinanciación que se realizan con arreglo a otras legislaciones por parte de compañías españolas hacia la legislación española.

Como más adelante veremos, este planteamiento no es correcto. Ni la razón de acudir al "*scheme of arrangement*" supone una huida hacia sistemas legislativos más favorables para la realización de una refinanciación, ni el proceso de homologación judicial contemplado en la D.A. 4ª es una alterna-

tiva apta para evitar el uso del "*scheme of arrangement*" por sociedades españolas.

El muy limitado ámbito previsto en la ley para la homologación judicial, tanto en los posibles afectados (entidades financieras sin garantía real), como en sus efectos ("*los efectos de la espera*") tampoco hace augurar una aplicación masiva de este instituto en operaciones nacionales, en las que la existencia de garantías reales es la regla general, y la necesidad de pactos complementarios extraños a la espera también es harto frecuente.

Sin embargo, tampoco ha de desconocerse la importancia y la utilidad que puede tener la homologación judicial en los procesos de refinanciación españoles, que hasta tiempos muy recientes ha pasado prácticamente desapercibida: en aquellos casos en los que la deuda con entidades financieras de una compañía o un grupo aparece concentrada en un contrato de financiación sindicada, el uso combinado de la homologación judicial y las mayorías previstas en el contrato permiten superar algunas limitaciones críticas de la homologación judicial tal y como se contempla en la ley.

Este uso, del que tengo constancia por mi ejercicio profesional desde finales del año pasado¹, ha sido objeto de refrendo en un muy reciente pronunciamiento judicial. Se trata del auto del Juzgado de lo Mercantil de Barcelona número 5, auto de 28 de junio de 2013 (grupo CELSA).

El propósito del presente artículo es doble: (i) por una parte identificar qué operaciones pueden ser objeto de homologación judicial y cuáles deberán seguir siendo objeto de un "*scheme of arrangement*", y (ii) analizar las peculiaridades que han de tenerse en cuenta al utilizar el mecanismo de la homologación judicial en la refinanciación de operaciones sindicadas.

¹ Tengo conocimiento (en un caso por mi propia intervención personal y en otro por referencias) de que al menos en dos operaciones iniciadas en 2012 y cerradas a principios de 2013 se ha usado la amenaza de una posible homologación judicial del acuerdo de refinanciación para forzar a miembros disidentes de un sindicato a aceptar el acuerdo propuesto. En ambos casos había garantías reales compartidas por todos los miembros del mismo.

2. *Scheme of arrangement* y homologación judicial. Caracterización general y ámbito de aplicación de cada una de estas figuras

2.1 Planteamiento

Scheme of arrangement y homologación judicial son dos instituciones enormemente distintas.

En palabras de Jo Windsor, uno de los más reputados expertos en la materia, "*Un Scheme es un procedimiento legal que permite a una sociedad llegar a un acuerdo o compromiso con sus miembros o sus acreedores (o cualquier clase de ellos) que, en caso de ser aprobado por la mayoría de los destinatarios y tras su aprobación judicial, resultará vinculante para ellos, hayan o no hayan votado a favor del mismo*"².

De la definición anterior se extrae que la esencia del "*scheme of arrangement*" como tal, es permitir vincular en ciertos acuerdos a una minoría disidente, pero no se trata de una institución concursal o paraconcursal, y su objeto ni siquiera tiene que ir necesariamente ligado a la renegociación de deudas. El "*scheme of arrangement*" puede utilizarse en una pluralidad de supuestos que nada tienen que ver con refinanciaciones, permitiendo forzar incluso a la realización de modificaciones estructurales³.

La homologación judicial de un acuerdo de refinanciación, por el contrario, es un instrumento de una aplicación mucho más restringida. Se trata, según señala la exposición de motivos de la Ley 38/2011, (apartado III), de un instituto preconcursal, que únicamente puede ser utilizando en relación a la renegociación de deudas existentes con entidades financieras⁴. Además, tal y como señalábamos antes, realmente se trata de

una subespecie de los acuerdos de refinanciación previstos en el artículo 71.6 LC, por cuanto que se exige el cumplimiento de los requisitos previstos en dicho artículo y el procedimiento establecido en el mismo, para poder solicitar la homologación judicial prevista en la D.A. 4ª.

Sin embargo, pese a ser dos instituciones claramente distintas y pese a que se quiera ver en la homologación judicial el sustituto que desplazará al "*scheme of arrangement*" en la práctica española, ambas instituciones están llamadas a coexistir, cada una en su ámbito de aplicación: los "*schemes of arrangement*" en aquellos contratos de financiación sometidos a ley inglesa y la homologación judicial en relación a acuerdos sometidos a ley española.

2.2 Uso y posibilidad de reconocimiento de un *scheme of arrangement* en nuestro ordenamiento

Como decía líneas más arriba, la razón por la que el "*scheme of arrangement*" se ha comenzado a utilizar en España es muy específica y dista mucho de ser una suerte de "competición entre sistemas legislativos". Mediante este procedimiento, diversas compañías han conseguido obligar a una minoría de bloqueo a aceptar un acuerdo de refinanciación ampliamente respaldado por la mayoría de las entidades financieras. Esta ventaja, sin embargo, no ha sido una ventaja buscada a propósito por los actores en el mercado, al estructurar originalmente las operaciones de financiación. De hecho, en honor a la verdad, más que una ventaja "buscada" se trata de una ventaja "encontrada", de una suerte de feliz hallazgo fortuito.

Los tribunales ingleses sólo han aceptado propuestas de "*scheme of arrangement*" en relación a contratos sometidos a la legislación inglesa. La decisión

2 WINDSOR, Jo, "Una visión panorámica de los Schemes of Arrangement ingleses", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, nº 15, 2011, Ed. La Ley.

3 Para ver varios ejemplos en este sentido, puede consultarse "*scheme of arrangement*", SAAVEDRA ORTIZ, J.J., en la obra colectiva "Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros", 2011, Ed. Bosch, págs. 469 y ss.

4 No creo que deba extraerse, sin embargo, la conclusión de que la homologación sea derecho excepcional o que haya de ser interpretado su ámbito de aplicación de forma restrictiva. De hecho, su calificación como "instituto preconcursal" no supone más que darle un nombre: La D.A. 4ª LC no requiere para su aplicación, al igual que no lo requiere el art. 71.6 LC, que el deudor solicitante se encuentre en situación de insolvencia. Otra cosa es que muy probablemente una imposición de una espera en circunstancias ajenas a una crisis financiera con riesgo inminente de concurso sea un claro ejemplo de lo que debe entenderse por "sacrificio desproporcionado".

inicial de acogerse a la legislación inglesa en dichas operaciones, sin embargo, nada tuvo que ver con un análisis de las posibilidades de utilizar procesos concursales o paraconcursoales: en las operaciones de mayor envergadura económica, la decisión de someterse a la ley inglesa viene motivada por un hecho mucho más sencillo; cuando una sociedad española requiere un préstamo o crédito de gran tamaño, es más fácil obtenerlo si se acude a los mercados internacionales (normalmente Londres o Nueva York), donde los potenciales prestamistas son más y de mayor tamaño. Estos últimos demandarán entonces que el préstamo o crédito se otorgue con arreglo a la legislación que les es familiar tanto a ellos como a posibles futuros miembros del sindicato⁵, y no con arreglo a la legislación de la entidad prestamista⁶.

Es más, la mayor parte de las operaciones de financiación sometidas a ley inglesa en nuestro país son anteriores en el tiempo al caso "La Seda", primer precedente de uso de "scheme of arrangement" en España (si bien se han modificado o reestructurado a lo largo del tiempo). De hecho, son incluso anteriores al inicio de la crisis económica, cuando en nuestro país el conjunto de operadores jurídicos conscientes de la existencia del "scheme of arrangement" era prácticamente inexistente⁷.

Por otra parte, todos los precedentes de uso del "scheme of arrangement" en España se corresponden con el mismo caso: se trata de situaciones en las que se persigue forzar a una minoría de bloqueo a que acepte un acuerdo que afecta a la amplia mayoría de los miembros del sindicato de entidades financieras.

Los dos aspectos anteriores muestran con claridad que el uso del "scheme of arrangement" no responde a un intento de evadirse de la aplicación del derecho español. Realmente las circunstancias concretas de ciertas operaciones han posibilitado un remedio ingenioso –pero no por ello exento de dificultades– para un problema concreto.

Tal y como señalaba con anterioridad, un "scheme of arrangement" puede plantearse en España como un mecanismo útil para realizar una novación de un contrato de financiación sometido a ley inglesa, si las modificaciones que van a aplicarse al mismo no cuentan con la unanimidad de las entidades que participan en la financiación, o bien la mayoría que apoya las modificaciones es superior a la necesaria para la sanción del scheme, pero inferior a la prevista en el contrato de financiación.

No es apto para ser utilizado en operaciones que no cuenten con una conexión suficientemente fuerte con el ordenamiento inglés. Quedan por tanto descartadas las operaciones sometidas a derecho español otorgadas por sociedades españolas⁸.

Además, resulta de vital importancia que la operación en cuestión esté sometida a la jurisdicción de los tribunales ingleses, y que no haya una necesidad real de que su efecto sea reconocido en España (por ejemplo, utilizándolo para paralizar ejecuciones instadas en nuestro país).

Todavía no se ha planteado caso alguno ante los tribunales de nuestro país⁹ que haya tenido por objeto la validez y efectos de un "scheme of arrangement", pero de ocurrir, existe una posibilidad muy real de

5 Recordemos que en las operaciones de financiación sindicada es relativamente frecuente que una entidad o un grupo pequeño de entidades sean las que originariamente otorgan la financiación para acto seguido ceder parcialmente su posición acreedora a otras entidades financieras.

6 Situación esta que quizá cambie en el futuro próximo. La Loan Market Association, cuyos modelos de documentación gozan de una grandísima difusión en la city, ha publicado en fechas recientes (24 de abril de 2013) su primer modelo de contrato de crédito sometido a Derecho español.

7 En aquella época, la forma de lidiar con los acreedores disidentes que estaba más en boga era la cláusula "yank the bank". Dicha cláusula permite la compra a un acreedor minoritario de su participación en el sindicado a la par, con el fin de evitar que dicho acreedor pudiera bloquear una renegociación de los términos de la refinanciación. Este mecanismo solo tiene utilidad en el caso de que la sociedad no atravesase dificultades financieras, puesto que, de existir éstas, las entidades financieras mayoritarias estarán muy poco dispuestas a pagar a la par una deuda que en el mercado secundario se vendería con un gran descuento. Menos dispuestas estarán aún a que el deudor pague al minoritario su deuda por completo con el fin de eliminarlo de la operación, mientras que ellas deban soportar pérdidas o riesgos adicionales.

8 Nada impediría en cambio que un "scheme of arrangement" realizado en Inglaterra por una sociedad inglesa afectase a contratos de financiación otorgados con arreglo al Derecho español: el "scheme of arrangement" no es un mecanismo de novación contractual previsto por el derecho de obligaciones y contratos inglés, es un instituto de naturaleza societaria.

9 Sí en Alemania, donde los tribunales han rechazado un "scheme of arrangement" en relación a la aseguradora Equitable Life.

que los tribunales no le reconocieran efecto alguno, dado que su naturaleza *sui generis* consigue que no encaje en ninguna de las vías de reconocimiento previstas en nuestro ordenamiento jurídico¹⁰:

- (i) No puede ser objeto de reconocimiento como proceso concursal. No procede este reconocimiento al amparo de la normativa europea porque no aparece reconocido en el Anexo A del Reglamento (CE) nº 1346/2000 (Reglamento Europeo de Insolvencia). Tampoco puede ser reconocido como proceso concursal al amparo de la normativa patria porque no concurren los presupuestos establecidos en el artículo 220 LC¹¹.
- (ii) No puede ser objeto de reconocimiento como proceso judicial ordinario. El Reglamento de Bruselas solamente permite el reconocimiento de sentencias originadas en procesos de carácter contencioso¹², y este no es el caso: un *"scheme of arrangement"* realmente es un acto de jurisdicción voluntaria.
- (iii) Finalmente, tampoco puede ser objeto de reconocimiento como un contrato novatorio de un contrato anterior sometido a ley inglesa. Esta posibilidad ha sido defendida doctrinalmente, pero en mi opinión también debe ser descartada: el Reglamento de Roma I es de aplicación exclusiva a obligaciones contractuales. El concepto de "obligación contractual" aplicable a estos efectos no es ni el español ni el inglés, sino una noción autónoma del propio reglamento, cuya nota básica es la voluntariedad. Esto último choca frontalmente con lo que en esencia es un *"scheme of arrange-*

ment", es decir, un mecanismo para imponer ciertos acuerdos u operaciones societarias a minorías disidentes sin su consentimiento. En definitiva, como un *"scheme of arrangement"* no es suscrito voluntariamente por la totalidad de los afectados, no puede defenderse que se le deba considerar un contrato sometido a ley inglesa y tratarlo a los efectos de la legislación española como tal.

Ha de señalarse, que los obstáculos anteriores para reconocer efectos en España a un *"scheme of arrangement"* no suponen, en la generalidad de los casos y en contra de lo que podría parecer, inconvenientes para su uso en relación a sociedades españolas, siempre y cuando la jurisdicción que conozca de los litigios derivados del contrato de financiación sea la inglesa, no la española:

- (i) Respecto a los acreedores disidentes, no hay un gran riesgo de que puedan plantear acciones al amparo del contrato de financiación en su redacción previa al *"scheme of arrangement"*: como el contrato modificado por el *"scheme of arrangement"* está sometido a la legislación inglesa y a la jurisdicción de los tribunales ingleses, los acreedores disidentes se verían forzados a litigar en Inglaterra, donde los tribunales repelerían estas acciones al ser contrarias al *"scheme of arrangement"*.
- (ii) Si se necesita ejecutar el contrato frente a la sociedad deudora, el cauce más sensato será iniciar un proceso en Inglaterra y luego ejecutar dicha sentencia en España al amparo de lo previsto en el Reglamento 44/2001¹³.

10 Véase en este sentido CARRASCO PERERA, A y TORRALBA MENDIOLA, E. *"Schemes of Arrangement" ingleses para sociedades españolas: una crítica* en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, nº 14, págs. 349 y ss. Este artículo, de los primeros escritos en nuestro país sobre este tema, es quizá el que hace también un análisis más profundo de los inconvenientes para reconocer efectos a un *"scheme of arrangement"*. Como punto de contraste puede verse el artículo de GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. *"La eficacia en España de los "schemes of arrangement" ingleses"* publicado en la misma revista en el número 13, correspondiente al segundo semestre de 2010.

11 Un reconocimiento como proceso concursal, por otra parte, seguramente causaría más problemas de los que resolvería, puesto que la competencia para iniciar un proceso concursal comprendido tanto dentro del Reglamento Europeo de Insolvencia, como en la LC la fija el centro de intereses principales ("COMI"), y en la práctica totalidad de las sociedades españolas, el COMI se encuentra en España, lo que excluiría la posibilidad de aplicar el *"scheme of arrangement"* por completo.

12 STJCE 2 de junio 1994, caso Kleinmotoren. No parece que la situación vaya a cambiar con el Reglamento (UE) nº 1215/2012.

13 Esta forma de proceder es posiblemente la más sensata, no solamente en relación a acuerdos de financiación ingleses que hayan sido objeto de un *"scheme of arrangement"*, sino para cualquier otro tipo de contrato de financiación sometido a ley inglesa que se pretenda ejecutar en nuestro territorio. En muchos de estos contratos se prevé expresamente la posibilidad de reclamar en España, e incluso se elevan en ocasiones a público para conferirlos la cualidad de título ejecutivo. Sin embargo, desde un punto de vista práctico, las complicaciones procesales derivadas de la necesidad de traducir la documentación contractual, probar el derecho extranjero aplicable y la incertidumbre derivada de la inexistencia de precedentes desaconsejan, en términos generales, una acción directa en territorio español.

Para que una sociedad española que hubiera otorgado un contrato de financiación sindicada con arreglo a la legislación española pudiera "evadirse" de la aplicación del derecho nacional beneficiándose de un "scheme of arrangement", debería ser relativamente sencillo poder manipular los puntos de conexión que pudieran permitir a un tribunal inglés afirmar su competencia para conocer del asunto. Sin embargo ocurre justo lo contrario: realizar una novación en el contrato de financiación sustituyendo la ley aplicable por la inglesa, muy probablemente requeriría el consentimiento de los acreedores disidentes y además causaría el riesgo adicional de provocar la nulidad del contrato de financiación ante la disparidad de los ordenamientos español e inglés. Intentar realizar operaciones estructurales para crear vínculos con la jurisdicción inglesa resulta igualmente impracticable (un traslado internacional del domicilio social a Inglaterra, al ser una modificación estructural, requiere entre otras cosas, que se respete el derecho de oposición de los acreedores, art. 100 de la Ley 3/2009).

2.3 Uso y posibilidad de reconocimiento de una homologación judicial fuera de nuestro ordenamiento. El uso exclusivamente "doméstico" del procedimiento de homologación judicial

Desde el caso "La Seda" de 2010, la doctrina se ha planteado reiteradamente la posibilidad de reconocer efectos a un "scheme of arrangement" en nuestro ordenamiento. Si de verdad creemos que la homologación judicial va a desplazar al "scheme of arrangement" en la práctica española, debemos plantearnos, si un tribunal extranjero va a reconocerle efectos, dado que el "scheme of arrangement" solo se plantea como opción en contratos sometidos a la ley inglesa y a la jurisdicción de los tribunales ingleses.

Aunque un "scheme of arrangement" y una homologación judicial son totalmente distintos, desde un punto de vista formal revisten una semejanza en un aspecto clave para su reconocimiento: ambos son actos de jurisdicción voluntaria no previstos en el Reglamento Europeo de Insolvencia y sin encaje en el Reglamento de Bruselas. Al ser un acto de jurisdicción voluntaria, tampoco encaja, por los mismos motivos expuestos al tratar el "scheme of arrangement", en la noción de "contrato" que podría permitir la aplicación del Reglamento de Roma I.

Por tanto, de la misma forma que a un "scheme of arrangement" no se le pueden reconocer efectos en España, a una resolución judicial de homologación judicial tampoco se le reconocerán efectos fuera de nuestras fronteras, por lo menos al amparo de la legislación europea.

Dado que a un "scheme of arrangement" no se le reconocerán efectos en España y pudiendo sólo aplicarse a operaciones sindicadas sometidas a ley inglesa y, dado que la homologación judicial de un acuerdo de refinanciación le ocurre lo propio pero en relación a las operaciones realizadas en España, ambas instituciones juegan el mismo papel pero para dos tipos de operaciones que se diferencian en la ley y jurisdicción aplicables (scheme para ley inglesa, homologación judicial para ley española). El "scheme of arrangement" y la homologación judicial no son pues mecanismos llamados a sustituirse, sino a coexistir cada uno en su ámbito de aplicación para solucionar el verdadero problema, es decir, el minoritario disidente ("hold out minority creditor"), verdadera "bestia negra" tanto de los procesos de refinanciación como de las operaciones sindicadas en general¹⁴.

¹⁴ En mi opinión, independientemente de los más o menos afortunados esfuerzos legislativos en esta materia, la verdadera solución al problema debe ser la prevención: en las operaciones sindicadas o que contemplen varias capas de deuda organizadas mediante un contrato entre acreedores debería prevalecer, con carácter general, la exclusión de la unanimidad y su sustitución por quórum super-reforzados para la práctica totalidad de las decisiones (incluyendo en su caso esperas o modificaciones muy sustanciales de los términos de la financiación, a diferencia de lo que ocurre hoy en día), o la posibilidad de compra de la participación de los disidentes al valor real de su participación y no al nominal.

3. Principales problemas que pueden encontrarse al utilizar un procedimiento de homologación judicial en relación a un acuerdo de financiación sindicada. Posibles soluciones

3.1 El concepto de entidad financiera

La D.A. 4ª LC, exige que el acuerdo de refinanciación haya sido suscrito por acreedores que representen, al menos el 75% del pasivo titularidad de entidades financieras en el momento de la adopción del acuerdo.

Es habitual que en los contratos de financiación sindicada sean los bancos los que tomen la iniciativa en la concesión de la financiación, pero que, con el devenir del tiempo, haya múltiples entidades de muy diversa naturaleza que adquieran una participación en el mismo¹⁵. De hecho, ocurre con mucha frecuencia que las entidades que devienen partes en los sindicados no son ni siquiera entidades reguladas en sus países de origen (estos países muchas veces son elegidos en atención a su laxitud regulatoria).

No existe una tipificación legal estricta de lo que es una "entidad financiera". Considerando el sector financiero en un sentido amplio, podrían entenderse comprendidos estos tipos de entidades: entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva y entidades aseguradoras¹⁶.

Haciendo una interpretación teleológica del precepto, entiendo que dentro del concepto de "entidades financieras" deben comprenderse todas

aquellas entidades que, de un modo profesional, se dedican a la concesión de financiación o bien pueden tener participaciones en contratos de financiación como parte de su cartera, independientemente de si la entidad está o no sujeta a supervisión.

Dado que la ley no exige en la D.A. 4ª que la entidad esté sujeta a supervisión, no veo razón alguna para entender que dicho requisito sería aplicable. Además, ha de tenerse en cuenta que la posibilidad de verse afectado por la homologación judicial de un acuerdo de refinanciación supone una carga. Permitir que ciertos acreedores puedan sustraerse a la misma por el hecho de no estar sujetos a supervisión les dará a estos acreedores una ventaja injusta y potencialmente peligrosa, porque entre este grupo de entidades suelen encontrarse disidentes con participaciones de poco tamaño.

Añadidamente, hay un segundo motivo para no exigir que la entidad esté sujeta a supervisión: la propia actividad de conceder préstamos no requiere, con carácter general, de licencia o autorización administrativa alguna¹⁷. Tanto es así, que es frecuentísimo el caso de operaciones de financiación en las que hay algún miembro del sindicato que es entidad financiera en su país de origen (con cierta frecuencia, Estados Unidos) pero que no goza de autorización para ejercer como entidad de crédito en España.

En el contexto de las operaciones de financiación sindicada se produciría además una situación compleja: en un mismo contrato de financiación podrían existir de manera simultánea entidades afectadas por la homologación judicial y entidades no afectadas. Esto podría llevar a que las entidades no afectadas pudieran frustrar la refinanciación¹⁸.

15 Además de los bancos, muchas de las entidades que participan el sistema financiero (entidades de seguros, empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva), pueden adquirir, sujetas a diversos requisitos y limitaciones, participaciones en préstamos y créditos sindicados. Por su importancia y frecuencia, conviene hacer referencia a los fondos CLO (Collateralized Loan Obligations), que son vehículos específicos destinados a la adquisición de participaciones en préstamos sindicados que a su vez se financian emitiendo bonos en el mercado (una forma de titulización, en definitiva).

16 Así, con ciertos matices y entendiéndolo en todo caso que debe tratarse de entidades sujetas a supervisión, PALÁ LAGUNA, R. "Concepto de entidad financiera, homologación judicial de acuerdos de refinanciación y derecho de voto del convenio concursal", en Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, nº 18, 2013, págs. 167 y ss.

17 Ver, en este sentido el art. 28 de la ley 26/1988. El criterio del Banco de España en la interpretación de este artículo, ha sido siempre el de no considerar la actividad de préstamo como actividad reservada a las entidades de crédito, y, por tanto susceptible de ser realizada por cualquier entidad.

18 En este sentido, parece oportuno recordar que, en contra de lo que ocurre en otros países, en España las entidades financieras suelen tener la capacidad de declarar el vencimiento anticipado de su participación en el préstamo o crédito sindicado, si no hay acuerdo favorable a dicho vencimiento anticipado en el seno del sindicato en un plazo determinado. Existe por tanto, un peligro real de que una de estas entidades puedan frustrar una operación de refinanciación.

El concepto de Entidad Financiera tampoco debe ampliarse, sin embargo, al extremo de incluir en él cualquier entidad que haya financiado al deudor. Han de realizarse tres exclusiones:

- (i) Solo deben ser tratadas como entidades financieras aquellas que se establecen de forma profesional para la realización de actividades de financiación (entendida como la aportación de recursos con carácter reembolsable al deudor para que éste pueda sufragar su actividad). Esta cualificación de profesionalidad es importante, porque dada la amplitud con la que se definen los productos financieros en la actual regulación contable, un "acreedor financiero" puede ser hasta un proveedor que haya aplazado el pago¹⁹.
- (ii) Aunque el precepto no lo diga, no toda la deuda de las entidades financieras debe ser computada. Solo debe computarse la que suponga la aportación de recursos para sufragar la actividad del deudor, con la intención de que dichos recursos sean reembolsados por el deudor, junto con los contratos complementarios a dicha aportación, como pueden ser los contratos de cobertura de tipos de interés. Una aseguradora puede ser una entidad financiera, pero claramente un seguro de daños suscrito con la misma con una póliza pendiente de pago no debe computarse como deuda financiera a estos efectos.
- (iii) Las entidades financieras que aportan recursos a una sociedad o grupo de manera alternativa a una aportación de capital no deberían computarse (como por ejemplo, entidades de capital riesgo que materializan su inversión parcialmente mediante capital y parcialmente mediante préstamos participativos) ya que estos contratos no son puramente de financiación, y documentan una aportación de capital²⁰.

Como la ley no hace ninguna exclusión en este sentido, cuando menos deben entenderse excluidos los préstamos de estas entidades que cumplan los requisitos establecidos en el art. 71.1.6.1º para ser considerados concedidos por entidades del grupo.

En las resoluciones habidas hasta la fecha en materia de homologaciones judiciales de acuerdos de refinanciación que he tenido la oportunidad de analizar, y que consignan el nombre de las entidades que fueron parte de los contratos de financiación inicialmente suscritos, los acreedores financieros eran entidades de crédito.

3.2 El cómputo de la mayoría necesaria

La D.A. 4ª de la LC, exige que el acuerdo de refinanciación que vaya a ser homologado reúna las condiciones del artículo 71.6 y, que haya sido suscrito por acreedores que representen al menos el 75% del pasivo titularidad de entidades financieras. Cuatro cuestiones plantea el cómputo de esta mayoría:

- (i) Si la mayoría establecida en el art. 71.6 LC (tres quintos del pasivo del deudor en la fecha de adopción del acuerdo de refinanciación) debe ser exigida cumulativamente con la mayoría especial del 75% o si esta última desplaza la mayoría establecida con carácter general.

La doctrina, de manera casi unánime, se posiciona a favor de exigir la doble mayoría, mientras que dentro de los escasos pronunciamientos existentes acerca de la homologación judicial, ha habido pronunciamientos que señalan que la mayoría del 75% constituye ley especial y desplaza por tanto la mayoría establecida con carácter general por el art. 76.1 LC. Así, en este sentido, el auto núm. 153 del Juzgado de lo Mercantil núm. 6 de Barcelona, de 5 de

19 La definición de pasivo financiero del Plan General Contable (RD 1514/2007) incluye, dentro de la definición de pasivos financieros, deudas por operaciones comerciales con proveedores.

20 Normalmente las entidades promotoras de un LBO, los "sponsors", materializan su inversión de dos formas: a través de capital social y a través de deuda subordinada. La deuda subordinada no se paga mientras que la deuda bancaria permanezca en vigor. En un escenario de crisis financiera puede que esta deuda sea muy abultada, aunque en términos prácticos la posibilidad de recobrarla es exigua; es más, a medida que pasen los años, es previsible que la deuda de los bancos generada por el LBO vaya reduciéndose progresivamente merced a sucesivas amortizaciones, mientras que la deuda subordinada crecerá al irse capitalizando los intereses que no pueden pagarse por estar subordinados.

junio de 2012 (F.J 1º). También el muy reciente Auto de 28 de junio de 2013 del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Barcelona (F.J. 3º, par. 5.1) se pronuncia en este sentido. Estoy de acuerdo con la interpretación defendida en los citados autos, la cual además es coherente con la verdadera utilidad de la homologación judicial. Es cierto, no obstante, que la interpretación es algo forzada teniendo en cuenta el tenor literal de la ley²¹.

En rigor, aunque un acuerdo de refinanciación judicialmente homologado se configura en nuestro sistema como una subespecie del los acuerdos de refinanciación, los efectos del art. 71.6 y de la DA 4ª persiguen fines distintos, que en muchas ocasiones son independientes.

Así, existen multitud de operaciones en las que existe un riesgo real de "hold-out" pero no existe riesgo de una rescisoria concursal. Este último riesgo puede mitigarse en gran medida o suprimirse totalmente pactando un calendario de pagos que permita una holgura financiera suficiente durante los dos años siguientes para evitar el horizonte del concurso. Un pacto semejante no solamente eliminaría la necesidad de acudir al art. 71.6, que no ofrecería ninguna ventaja práctica, sino que además resultaría beneficioso para todos los demás acreedores de la compañía, ya que es poco probable que los mismos tengan deudas con un horizonte temporal superior al de dos años. En la práctica, se adelantarían en el cobro de sus créditos a los acreedores financieros, aunque estos gozasen de garantía real u otros privilegios.

En estas circunstancias, bastante comunes en la práctica, ¿tiene sentido alguno exigir que el acuerdo cuente además con una mayoría cualificada de todos los acreedores? La respuesta es claramente negativa. Además, el resto de acreedores cuentan con la protección indirecta que brinda el hecho de que el informe

de experto independiente del art. 71.6 2º sigue siendo exigible.

Podría objetarse a este planteamiento que normalmente en unas circunstancias como las que se describe sería fácil contar con el beneplácito de todos los deudores, pero esto puede no ser así: en situaciones de pasivo en manos de entidades no financieras fuertemente atomizado, o situaciones de especial premura, la consecución de un quórum de tres quintos puede ser muy difícil.

Salvo en el caso de sociedades muy grandes, lo normal es que en aquellas sociedades o grupos en los que exista un contrato de financiación sindicada, la práctica totalidad de la deuda del grupo estará comprendida en dicho contrato, lo que facilita en gran medida identificar a las entidades financieras y la interlocución con las mismas, para intentar alcanzar la mayoría requerida.

- (ii) Si la mayoría establecida en la D.A 4ª debe computarse de forma conjunta o de la misma manera que se establece en el art. 71.6 1º

Al hablar de la mayoría necesaria de acreedores que permite acceder a la homologación judicial, nada se dice en la ley acerca de si la mayoría debe ser calculada tan solo para el conjunto de las sociedades implicadas, o de si ha de hacerse conforme a la regla contenida en el art. 71.4 1º, que exige un cálculo individual y en base consolidada. Entiendo aplicable esta segunda opción, pero en el caso de operaciones sindicadas diferenciar entre sociedades individuales y grupo no es de gran utilidad.

Con frecuencia, la financiación se otorga de manera conjunta a un grupo de sociedades, y se estructura en diversos tramos. Las entidades financiadas y financiadoras no tienen por qué coincidir en todos ellos, si bien todas

21 Además, lo que no parece de recibo es que el efecto "blindaje" garantizado por el art. 71.6 sea de aplicación cuando para una homologación judicial no se haya alcanzado también la mayoría establecida en este último artículo.

las entidades financiadas prestan garantías personales recíprocas en la forma de garantías abstractas a primer requerimiento (que en última instancia, más que servir de garantía efectiva lo que pretenden es una comunicación total de patrimonios). Incluso a veces se pacta la solidaridad entre las sociedades del grupo. En estos casos, intentar determinar la deuda por entidad primero y en base consolidada después es un ejercicio artificial: en última instancia, la financiación es única para todo el grupo y todas las sociedades responden por todo.

Este último comentario admite una pequeña matización. En aquellos sindicados que traen causa de un LBO, hay tramos que no pueden garantizarse por todas las sociedades del grupo sin incurrir en asistencia financiera. Así, los tramos suscritos por la sociedad vehículo (SPV) para adquirir las sociedades objeto (Target), no podrán ser garantizados por estas. En estos casos sí se justificaría acudir a un cómputo individualizado por sociedad y al consolidado, dado que el alcance limitado de las garantías impide la comunicación de patrimonios.

(iii) Si para el cómputo de la deuda deben entenderse tramos de garantías y obligaciones comprometidas pero no desembolsadas.

Con mucha frecuencia alguno de los tramos de la financiación será un tramo que autoriza a la entidad prestataria a solicitar del banco no ya disposiciones en dinero, sino la emisión de garantías sobre obligaciones contraídas por la prestataria. En estos casos, si bien la prestataria no está recibiendo cantidades del banco, sí está adquiriendo un compromiso de liberar dichas garantías, de restituir al banco las cuantías que se vea forzado este a pagar, y de contragarantizar (normalmente con prendas de depósito). Es por ello por lo que creo que esta deuda contingente sí debe ser tenida en cuenta.

Respecto de si deben entenderse comprendidas en el cómputo las cuantías no dispuestas a cargo de líneas de crédito, me inclino por la opción negativa. Por una parte, corresponde a la sociedad solicitar o no la disposición de estos fondos, y, hasta que no se entreguen, no constituyen una deuda que haya de devolverse. Por otra parte, las disposiciones de fondos siempre están sujetas a condiciones que pueden causar que las entidades financieras denieguen la entrega de fondos si las mismas no se cumplen²². Esta interpretación es además más respetuosa con el tenor literal de la ley, que determina que el cómputo de la deuda debe hacerse sobre el pasivo titularidad de entidades financieras en la fecha de otorgarse el acuerdo.

He de hacer notar, sin embargo, que será coherente computar las cantidades comprometidas y no dispuestas en aquellas operaciones en las que se pretenda, mediante la homologación judicial, extender la duración de las líneas de crédito existentes -y por tanto la posibilidad de incrementar los fondos debidos a cargo de las mismas sin exceder el máximo previsto originariamente- como parte de los "efectos de la espera".

(iv) Si para el cómputo de las mayorías deben comprenderse todas y cada una de las deudas de las distintas entidades financieras o tan sólo deberían computarse las deudas relacionadas con la financiación.

Sobre este punto me remito a lo comentado en el apartado III.1 anterior: aunque nada diga la ley, deben excluirse deudas ajenas a la actividad financiadora. Téngase en cuenta, no obstante, que la ley no establece distinciones en el tipo de deuda, con lo que la interpretación que ofrezco no está exenta de riesgos. Siendo prudentes sería conveniente que, al plantear una homologación judicial, no sólo se tengan en cuenta los derivados

²² Proceder este, muy corriente entre las entidades financieras cuando son ellas las que quieren forzar la renegociación de los términos del contrato.

financieros suscritos con fines de cobertura, sino aquellos derivados u otros productos financieros suscritos con entidades financieras que, aunque puedan tener un fin ajeno a la actividad de financiación (como un derivado suscrito con fines meramente especulativos), corrientemente se identifican con productos comercializados por entidades bancarias.

3.3. El contenido del acuerdo de refinanciación que puede extenderse a acreedores disidentes: los "efectos de la espera"

La homologación de un acuerdo de refinanciación no traerá consigo que todos y cada uno de sus efectos se extiendan a los acreedores que no hayan prestado su consentimiento al mismo. A estos tan sólo se les extenderán los "efectos de la espera".

Desde un punto de vista estrictamente lingüístico, la expresión "efectos de la espera" es equivalente a "consecuencias del aplazamiento".

En rigor, por tanto lo que la ley dice es que las consecuencias del aplazamiento de la deuda, que no van más allá de la no exigibilidad de la misma por el plazo pactado, podrán afectar a acreedores que no consintieron. La extrema estrechez del ámbito objetivo de la homologación, tal y como está planteada en la ley, la torna en totalmente inservible. Cualquier operación de refinanciación es mucho más que una quita o una espera. Supone volverse a replantear los términos de la operación y ajustarlos a la nueva realidad y a las posibilidades reales de pago del deudor. Así, si se pacta una espera o se modifica el calendario de pagos, ello se hace porque hay un plan de negocio que asume unas perspectivas distintas para el futuro. Estas perspectivas causan no solo la espera, sino que los "covenants" financieros deban reajustarse, que quizá haya que modificar las líneas de financiación para reducir unas y ampliar otras, modificar los tipos de interés aplicables, o incluir cambios en los fines a que pueda destinarse la financiación... y así una larga lista de cuestiones. Todas ellas conforman

un todo inseparable. Por tanto, la homologación judicial que se limitase simplemente a la espera y desconociese los demás aspectos implicados sería siempre insuficiente.

Es por ello que la eficacia de la homologación judicial se ha extendido a otros aspectos del acuerdo de refinanciación que no guardan relación causa/efecto con la misma, y que de hecho ni tan siquiera tienen por qué estar necesariamente presentes en las operaciones acordadas.

Así, doctrinalmente se ha sostenido que los efectos de la espera alcanzan a los "covenants" financieros²³. Un "covenant", o una modificación de uno existente, ni guarda relación causa efecto con la espera, ni su modificación, supresión o dispensa se debe exclusivamente al pacto de espera. Realmente los "covenants" de un contrato se deben ajustar para adaptarlos al nuevo plan de negocio de la Sociedad, que estará influido por la espera y por otra multitud de factores. Sin embargo, si se entiende que los efectos de la espera no alcanzan a los nuevos "covenants" o a la dispensa de cumplimiento de los ya existentes, el resultado sería que los acreedores afectados por la homologación sin su consentimiento podrían declarar vencido anticipadamente el préstamo basándose en los "covenants" antiguos, que seguramente resulten incumplidos al ser más estrictos.

De la misma forma, tampoco se puede entender que un efecto de la espera pueda ser mantener una línea de crédito o de descuento abierta. Una obligación así puede incluso causar un incremento de la deuda en manos de un acreedor, y dista astronómicamente de lo que es una espera o sus efectos: supone una obligación positiva de aportar fondos. Sin embargo, ya ha habido pronunciamientos judiciales que ha entendido que los efectos de la espera abarcan el mantenimiento de una línea de descuento hasta el máximo inicialmente pactado²⁴.

En definitiva, la interpretación que parece defenderse, tanto desde un punto de vista doctrinal

23 PULGAR EZQUERRA, J. "Preconcurso y Acuerdos de Refinanciación" Ed. La Ley, 2012, pág. 472.

24 Auto núm. 153/2012 de 5 de junio, del Juzgado de lo mercantil número 6 de Barcelona.

como judicial, es que el ámbito objetivo de la homologación judicial debe abarcar no solamente la espera pactada, sino todos aquellos otros aspectos necesarios para garantizar la viabilidad de la refinanciación proyectada, siempre que no supongan un "sacrificio desproporcionado".

Aunque aplaudo la interpretación claramente correctora que se ha hecho de la norma con el fin de que esta pueda desplegar efectos, en algún punto ha de trazarse la línea que separa el contenido que podrá homologarse del que no. Personalmente creo que, aun siendo la frontera un tanto vidriosa, sí hay ciertos límites que no pueden transgredirse:

- (i) En ningún caso será exigible una quita, capitalización de deuda, reducción del tipo de interés aplicable, ni la renuncia al rango, garantías o privilegios crediticios de la entidad financiera.
- (ii) No podrá obligarse al acreedor a aportar financiación adicional por encima de los límites originariamente establecidos (por ejemplo, incrementando los límites de disponibilidad de las líneas de crédito abiertas, y no solo prorrogando las actuales en el tiempo).
- (iii) No podrá obligarse al acreedor a aceptar el contenido de estipulaciones conexas con la refinanciación pero que no tienen un impacto directo en la posibilidad del deudor de cumplir con los términos pactados en la misma. Estas estipulaciones son frecuentísimas. Así, ocurre con frecuencia que también se pactan modificaciones en los contratos entre acreedores que no tienen impacto alguno en la capacidad económica de la empresa (solo en cuestiones tales como el régimen de mayorías, el orden de prelación de pagos que los acreedores guardarán entre sí...), o cláusulas que obliguen a la venta de la sociedad deudora en un plazo determinado para que los socios paguen con el precio

recibido la deuda bancaria hasta donde alcance el precio.

En relación a los posibles límites que no pueden transgredirse al interpretar el concepto de "espera", es especialmente relevante el auto del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Barcelona de 28 de junio de 2013, que excluye de este concepto tanto la posibilidad de obligar a la aportación de dinero nuevo²⁵ como la alteración de los intereses pactados (en el caso concreto, cese en el devengo de intereses moratorios).

En las operaciones de financiación sindicada hay un elemento adicional a tener en cuenta: las normas que fijan las mayorías aplicables para la toma de decisiones pueden facilitar que muchos aspectos necesarios para que una refinanciación pueda mantenerse en el tiempo puedan acordarse sin contar con la unanimidad. Así, es posible que la modificación de los covenants o de otras obligaciones simplemente requiera una mayoría reforzada, que en muchas ocasiones está incluso por debajo del 75% exigido por la ley para la homologación²⁶.

En las operaciones de refinanciación en las que la mayor parte de la deuda de la compañía se concentra en créditos sindicados, es muy posible que el acuerdo de refinanciación contenga tres tipos de contenidos:

- (a) Aquellos que realmente pueden imponerse a la minoría disidente por el juego de mayorías del contrato.
- (b) Aquellos que no pueden imponerse a la minoría disidente por el juego de mayorías del contrato y no forman parte de lo que debería entenderse como "efectos de la espera". Salvo que existan otros medios contractualmente previstos (por ejemplo, en un contrato de acreedores) deberían ser objeto de algún tipo de retribución específica para facilitar su aceptación.

²⁵ Entendido este concepto como ampliación del crédito. Mantener los límites vigentes del crédito, aunque existan cantidades no dispuestas no supondría, por tanto, en la línea del auto de 5 de junio de 2012, aportar dinero nuevo.

²⁶ Normalmente esto solo ocurrirá en las operaciones más grandes. La norma en España suele ser que las renunciaciones al ejercicio de acciones con carácter puntual pueden ser objeto de acuerdo mayoritario pero las novaciones de los términos contractuales, por poco importante que sean, requieren la unanimidad.

(c) Aquellos que pueden considerarse incluidos en los "efectos de la espera" y que pueden extenderse a disidentes mediante la homologación judicial.

Si bien la ley no contempla la posibilidad de homologaciones parciales, el concepto de "efectos de la espera" permite al juez extender ciertos efectos y descartar otros. De hecho, esta situación se ha dado ya en la práctica (sirva como ejemplo el Auto del Juzgado de lo mercantil nº 5 de Barcelona de 28 de junio de 2013). Conviene, para facilitar la actividad del juez, concretar qué contenido se entiende que debe extenderse a terceros mediante la homologación y cuál es su importancia (e incluso ofrecer alternativas subsidiarias), y que otros efectos de los acuerdos se pretenden imponer a los disidentes en virtud de otras cláusulas ya existentes en la documentación.

3.4. La extensión máxima de la espera extensible a los disidentes como consecuencia de la homologación judicial

Cuando la D.A. 4ª hace referencia, en su apartado 1, a la posibilidad de extender los efectos de la espera a los disidentes, no señala el plazo máximo que puede alcanzar dicha espera.

De hecho, el único lugar donde se contiene una referencia a un plazo máximo se encuentra en el nº 3, 2º párrafo que dice, textualmente:

"En la homologación el juez, previa ponderación de las circunstancias concurrentes, podrá declarar subsistente la paralización de ejecuciones promovidas por las entidades financieras acreedoras durante el plazo de espera previsto en el acuerdo de refinanciación, que no podrá superar los tres años."

Transcribo el texto anterior y resalto la coma del último inciso porque la ambigua dicción del precepto permite dos interpretaciones distintas de muy diferente alcance.

Así, una primera interpretación posible consideraría que el inciso anterior quiere decir que el juez podrá acordar la paralización de las acciones durante todo el plazo que dure la extensión judicial de la espera. Dicho plazo no podrá exceder de 3 años.

Otra interpretación, sin embargo, parte de considerar que el plazo máximo de tres años va referido a la paralización de las ejecuciones que puede ordenar el juez, no al plazo máximo de la espera. En este último sentido se pronuncian, entre otros, el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Barcelona, de fecha 28 de junio de 2013.

Personalmente creo que esta segunda interpretación debe ser rechazada. El Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Barcelona, de fecha 28 de junio de 2013 parte de una interpretación del párrafo anteriormente transcrito que, en mi opinión, no es acorde con las normas gramaticales. En definitiva, se defiende que la presencia de la coma del último inciso desvincula el plazo de 3 años de la espera, para vincularlo con la paralización de las acciones judiciales. Si por un momento nos imaginamos que la coma citada no estuviera en el párrafo, el resultado no sería que el mismo cambiaría de significado, sino que, simplemente, se volvería ininteligible.

Dejando ya al margen ejercicios gramaticales, hay un argumento de lógica muy importante: aunque se intente separar de forma artificial la extensión de los efectos de la espera prevista en el nº 1 de la D.A. 4ª y la paralización de acciones prevista en el nº 3²⁷, lo cierto es que no cabe otra interpretación lógica que entender homologación y paralización de acciones son ambas caras de la misma moneda: como se extienden los efectos de la espera, se paralizan las acciones por igual plazo.

Entender lo contrario y dotar de una sustantividad propia e independiente a la paralización de acciones abre la puerta a situaciones que, van en contra de la lógica, de la ley o suponen un perjuicio potencial tan alto que pueden causar

27 Hasta la fecha, como veremos con posterioridad, con el fin de justificar la posibilidad de paralizar acciones encaminadas a la ejecución de una garantía real, algo expresamente prohibido por el nº 1 de la D.A. 4ª.

que las entidades financieras dejen de cooperar con los deudores para acometer los procesos de homologación judicial:

(i) Así, podrían darse situaciones en las que el plazo de espera pactado y extendido a disidentes es de 10 años, pero la paralización de las acciones es de 3. Cuando se llega al 3er año ¿qué ocurre? ¿podrán los disidentes continuar o iniciar ejecuciones basándose en los términos vigentes antes del acuerdo de refinanciación homologado? La interpretación lógica será que, efectivamente, se podrán iniciar ejecuciones de acuerdo con los términos anteriormente vigentes, porque si no, se impediría realizar ejecuciones por un plazo mayor al de tres años, máximo previsto en la ley.

(ii) Si entendemos que la interpretación (i) anterior no es correcta, ¿qué quiere decir la ley? ¿Que no se pueden iniciar acciones durante 3 años cumpla o no cumpla el deudor? Si se generaliza una interpretación semejante, ningún banco cooperará jamás con ningún deudor para llevar a término una homologación judicial: tres años de tolerancia ante el incumplimiento es un riesgo inasumible. Además ¿cómo casa esta interpretación con la posibilidad de declaración de incumplimiento del acuerdo prevista en el apartado 5 de la DA 4ª, que no contempla ningún plazo mínimo?

(iii) Además, tal y como veremos más adelante, se ha pretendido distinguir artíficamente entre paralización de acciones y extensión de la espera con un fin muy concreto y que atenta frontalmente contra el tenor literal de la norma: extender los efectos de la espera a los acreedores dotados de garantía real.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que, como nadie puede predecir el futuro, una extensión temporal de tres años de la espera es más que suficiente. De hecho, dada la coyuntura actual,

es más que probable que todas las operaciones homologadas sean revisadas en un plazo menor.

Desde un punto de vista práctico, ha de hacerse notar sin embargo que la interpretación judicial criticada en los párrafos anteriores sí puede ser beneficiosa a la hora de sacar adelante una refinanciación de una operación sindicada: los "project finance" o los LBO requerirán casi con seguridad que se pacte plazos de más de tres años para devolver el capital pendiente.

3.5 La exclusión del ámbito de la homologación judicial de aquellos acreedores cuyos créditos no estén dotados de garantía real

(i) Concepto de Garantía Real a los efectos de la D.A. 4ª

Existe un consenso mayoritario en la doctrina que, siguiendo a Azofra Vegas²⁸, entiende que dentro del concepto de garantías reales deben entenderse las siguientes:

- Hipoteca y subhipoteca inmobiliaria (incluyendo la hipoteca legal tácita).
- Anticresis, hipoteca mobiliaria.
- Prenda ordinaria.
- Prenda sin desplazamiento.
- Garantías financieras (RDL 5/2005).
- Cédulas, bonos, participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipoteca.
- Cédulas territoriales.
- Condición resolutoria expresa e inscrita.
- Créditos con privilegio de separación sobre buques o aeronaves conforme a su normativa específica.
- Crédito derivado de la compraventa con precio aplazado y préstamos de adquisición de bienes muebles no consumibles e identificables inscritos en el registro de bienes muebles.

En líneas generales estoy de acuerdo con la anterior enumeración, que en casi todos los puntos recoge

28 AZOFRA VEGAS, F. "La invulnerabilidad de los acreedores financieros con garantía real a la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación", Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal, nº 16, Sección Estudios, Primer Semestre de 2012, pág. 127.

situaciones en las que se dan los dos aspectos básicos de una garantía real: la afectación de bienes concretos y la posibilidad de ejecución sobre los mismos para obtener el pago de la deuda. Sin embargo, creo que han de hacerse algunas matizaciones:

(a) Leasing: El leasing no debe considerarse una garantía real. En definitiva es un arrendamiento con opción de compra, en el que la entidad financiera mantiene la propiedad del bien. No comparto el razonamiento de Azofra Vegas, que citando la sentencia de 10 de febrero de 2005²⁹, concluye que el leasing supone una titularidad fiduciaria del bien dado en leasing por la entidad financiera con función de garantía.

El leasing, aunque muchas veces se utilice como mecanismo similar a la financiación a plazos de un bien, no obliga a la adquisición de dicho bien. Al final del periodo de duración, el arrendatario tiene una opción de compra que puede o no ejercitar. Si no se ejercita, el bien no pasa a su propiedad, aunque haya satisfecho todas las cuotas. No se puede decir por tanto que estemos ante una garantía.

Además, a diferencia de todos los casos citados con anterioridad (con la salvedad de las condiciones resolutorias explícitas a las que me referiré a continuación), el leasing no da lugar a una acción que permita la enajenación del bien para obtener el pago de la deuda³⁰.

Por lo demás, la sentencia citada en defensa de este argumento tampoco lo respalda, en mi opinión: se trata de un caso de pretendido lease-back en el que el tribunal, después de analizar el caso concreto, concluye que realmente la arrendadora financiera y el usuario no han realizado un lease-back, figura perfectamente admisible en nuestro ordenamiento, sino un fraude de ley que encubre un préstamo con una

garantía fiduciaria. Dicha garantía fiduciaria está prohibida por nuestro ordenamiento al infringir la prohibición de pacto comisorio. Se trata, por tanto, de un caso muy particular en el que además no se dice nada acerca de la naturaleza jurídica del leasing y no puede ser utilizado para justificar la inclusión del mismo dentro del concepto de "garantía real" de la D.A. 4ª.

En el contexto de las operaciones de financiación, el tratamiento que se da al leasing puede tener mucha importancia, no solo por los importes a los que pueda ascender si es inmobiliario, sino por otra razón operativa: el leasing con frecuencia se realiza por alguna entidad ajena al sindicato que aparece como titular de un bien específico. Si esta entidad no se ve afectada por la homologación judicial, puede causar, con una acción encaminada a resolver el contrato y recuperar los bienes, un perjuicio considerable que podría hacer peligrar la viabilidad de la refinanciación.

(b) Condición resolutoria expresa: al igual que el leasing, una condición de este tipo puede dar lugar a la recuperación del bien, pero no a ninguna acción de ejecución sobre el mismo encaminada al cobro. En el ámbito de las operaciones de financiación, sin embargo, no tiene gran importancia. La condición en definitiva beneficia al transmitente del bien, y las entidades financieras normalmente hacen uso de garantías hipotecarias o financian en régimen de leasing.

(c) Pactos de compensación: Conviene no confundir las garantías financieras del RDL 5/2005 con los pactos de compensación contractual contenidos en los contratos de financiación, que no son garantías reales. En la totalidad de contratos de financiación, se faculta expresamente a la entidad financiera a compensar el efectivo que obre en las cuentas

²⁹ STS 39/2005, RJ 2005\1405. En el artículo original hay una pequeña errata que se ha pasado a citas posteriores: se dice que la sentencia es de octubre pero es de febrero.

³⁰ Paradójicamente, el tratamiento concursal del leasing sí es muy similar al de una garantía real. Siempre he sido de la opinión de que esta equiparación realizada por la ley concursal no es acertada, pero fuera del procedimiento concursal no hay ley que contemple esta equiparación.

del deudor contra las obligaciones pendientes de cumplimiento, y normalmente se extiende también esta posibilidad a la capacidad de enajenar los valores depositados en cuentas de valores y aplicar el precio a la satisfacción de las deudas. En estos casos no estamos ante garantías reales, sino ante compromisos meramente obligacionales.

(ii) El significado de la expresión "sus efectos no se extienden... cuyos créditos no estén dotados de garantía real". Posibilidad de paralizar acciones reales de ejecución

La expresión anterior no ha de entenderse como que la homologación judicial no tendrá efecto alguno frente al acreedor por garantía real, sino que ha de ponerse en relación con el tipo de acciones a disposición de este tipo de acreedores.

Los acreedores con garantía real disponen de acciones encaminadas a la ejecución específica de su garantía, y acciones encaminadas a la ejecución general sobre el patrimonio del deudor, que dimanar, en última instancia, del hecho de que su garantía se ha constituido en un documento público (título ejecutivo de los previstos en el art. 517 LEC.). Entiendo, con Pulgar Ezquerra, que la D.A. 4ª no impide la iniciación o continuación de ejecuciones específicamente dirigidas a los bienes gravados, pero sí las demás acciones personales que pudiera tener el acreedor con garantía real basadas en el título ejecutivo³².

Ha de tenerse en cuenta que en las operaciones de financiación sindicada las garantías normalmente son compartidas por todos los miembros del sindicato, y su ejecución requiere de un voto favorable mayoritario (normalmente mayorías cualificadas). Resulta evidente que, sea cual sea la mayoría exi-

gida, si toda la deuda de la sociedad o grupo se encuentra concentrada en un crédito sindicado y, si se cuenta con la mayoría necesaria para solicitar la homologación judicial, será posible también impedir la ejecución de las garantías reales por falta de mayoría suficiente.

En definitiva, en los contratos de financiación sindicada y en aquellos casos de pluralidad de contratos de financiación que prevean acuerdos mayoritarios para la ejecución de las garantías, una homologación judicial es un medio en potencia para conseguir que el efecto de la espera alcance también a acreedores con garantía real.

Se ha planteado también la posibilidad de que, al amparo del número 3 de la D.A. 4ª, pueda el juez acordar la paralización –e incluso impedir la iniciación– de ejecuciones derivadas de garantías reales durante el plazo de espera comprendido en el acuerdo de refinanciación. La opinión mayoritaria es que este proceder no es admisible³².

Mi opinión al respecto coincide con el parecer mayoritario. La D.A. 4ª excluye de su ámbito a las entidades de crédito garantizadas con garantía real. Pretender que el juez esté facultado para paralizar las acciones de los acreedores reales por el plazo acordado de la espera supone desconocer el ámbito de aplicación de la homologación judicial establecido en el apartado 1.

En el auto de 10 de abril de 2013, dictado por el Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona, de gran impacto mediático³³, un juzgado ha considerado que el juez está facultado para extender los efectos de la homologación –y por tanto para paralizar cualquier ejecución sobre el patrimonio del deu-

31 PULGAR EZQUERRA, J. "Preconcurso y Acuerdos de Refinanciación", Ed. La Ley 2012, pág. 485.

32 En contra del parecer mayoritario, Pulgar Ezquerra, quien ofrece en las páginas 486 a 489 de su obra "Preconcurso y Acuerdos de Refinanciación" argumentos acerca de la misma. También a favor de esta interpretación, Pavón Neira, C., en "Institutos concursales y refinanciación", Ed. Bosch, 2013, pág. 61.

33 Pese a que el auto es unos meses más antiguo, su popularidad en el sector viene dada por la gran cobertura mediática que tuvo el mismo en el diario Expansión el día 3 de junio de 2013, donde se le dedicaron dos artículos y un editorial.

dor- incluso sobre los acreedores que gocen de garantías reales³⁴.

En mi opinión, tanto la posición adoptada por el auto, como los argumentos que la fundamentan son de todo punto rechazables. La lectura de su fundamento jurídico tercero permite concluir que la decisión adoptada se ha fundamentado en criterios de pretendida justicia material de todo punto ajenos a la ley.

Así, la decisión de paralizar las ejecuciones reales se basa fundamentalmente en las siguientes razones:

- (i) Que la deuda hipotecaria suponía en el caso concreto el 80% de la deuda hipotecaria.
- (ii) Que el plazo de espera era de pocos meses.
- (iii) Que un aplazamiento de este tipo resulta necesario a la vista de las manifestaciones del experto independiente para lograr un acuerdo de refinanciación.

Ninguno de los argumentos anteriores tiene cabida en la ley. De hecho, el único argumento jurídico que se da para motivar la decisión de homologar el acuerdo incluso, frente a acreedores con garantía real, es la aplicación analógica del artículo 56.2 LC.

Si las razones ajurídicas que motivan la decisión del juzgado pueden calificarse de improcedentes, acudir al recurso de la analogía en este aspecto es algo aún menos justificable: la analogía como medio de integración previsto en el art. 4.1 CC, supone la existencia de un supuesto regulado por ley, otro semejante carente de regulación y, una identidad de razón entre ambos. En el presente caso tenemos dos supuestos que se encuentran regulados (por lo que no procede integración alguna), y además de forma totalmente opuesta, lo que

permite concluir que tampoco parecen ser, a ojos del legislador, ni semejantes, ni dotados de identidad de razón.

Partiendo de lo anterior, la solución adoptada por el auto de 10 de abril de 2013 no debería generalizarse. Existe un consenso muy amplio de que la D.A. 4ª debería haber incluido en su ámbito de aplicación a los acreedores con garantía real, siquiera con efectos más limitados, pero esto no significa que haya de ignorarse el texto legal y extender su ámbito sin mayores consideraciones.

Los acreedores con garantía real tienen un estatus privilegiado que les brinda su garantía y no deben verse expuestos a una decisión de una mayoría con peores perspectivas de cobro que ellos, que a buen seguro adoptará acuerdos mucho peores de los que los acreedores con garantía real estarían dispuestos a aceptar, dadas sus perspectivas de recobrar algún dinero en un posible proceso concursal posterior. Además, la homologación judicial de un acuerdo de refinanciación permite extender los efectos de la espera hasta tres años, mientras que la paralización de acciones con garantía real prevista en la ley concursal (art. 56.1 LC) no debería llegar más allá de un año. Por tanto, interpretar que los jueces pueden, a su libre criterio, paralizar las acciones de ejecución de garantías reales por un periodo de tiempo que puede llegar a ser el triple del previsto en la ley concursal y, que además en la Ley Concursal no afecta a todo tipo de bienes, supone un agravio comparativo a mi juicio intolerable.

Lo lógico es que, al igual que ocurre con los "schemes of arrangement" (en los que los distintos tipos de acreedores se agrupan por clases), a los acreedores con garantía real se les diera un trato específico, que bien podría ser análogo al previsto para el "scheme of arrange-

34 Sigo al realizar el análisis siguiente el contenido del auto (id Cendoj: 08019470022013200001). Las noticias aparecidas en el periódico que analizan esta resolución, vienen a señalar que el mismo afirma que la homologación judicial impide a los acreedores con garantía real la ejecución mediante los procesos sumarios que específicamente les otorgan sus títulos, pero no las ejecuciones por los cauces de ejecución previstos para los títulos ejecutivos con carácter general. Sin embargo, el Auto afirma que la paralización de ejecuciones alcanza también a las acciones con carácter real (de hecho en el mismo se hace referencia a procedimientos de ejecución extrajudicial).

ment" o podría tomar como base la normativa concursal española. Dado que la ley no ha previsto este tratamiento específico, no se puede improvisar una solución sin atender a si es o no justa y coherente con el ordenamiento, ni a los efectos que pueda tener si se generaliza. Muchos procesos de refinanciación son largos, y para acceder a la homologación se pueden tardar unos 3 o 4 meses adicionales. Si se crea el riesgo de que la homologación judicial pueda paralizar las ejecuciones de garantías reales, lo normal es que a la propuesta de refinanciación hecha por el deudor le siga una ejecución fulminante por parte de las entidades que tengan garantía real. Se pretendería con ello adelantarse con la ejecución a la posible homologación del acuerdo³⁵. Un proceder semejante en el inicio del proceso lo frustraría completamente.

En cambio, si debe aplaudirse el criterio del Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 5 de 28 de junio de 2013, que descarta el criterio expuesto por el Juzgado de lo Mercantil nº 2 y en una operación que conllevaba varios contratos de financiación sindicada relacionados entre sí señala que:

"En el caso del grupo CELSA, no es necesario acudir a este criterio porque no hay acreedores cuyos créditos estén dotados de garantía real en el sentido de la DA4LC. Se constata que los acreedores del Contrato Jumbo Original excluyeron de forma expresa, clara y rotunda la posibilidad de que uno de ellos pudiera ejecutar individualmente las garantías reales, aún en aquellos casos en que, con arreglo al Contrato, pueden resolver individualmente el contrato respecto de su participación. O dicho de otra manera. Lo que resulta de las obligaciones contractuales es que los acreedores disidentes si bien en un sentido lato puede defenderse que tienen sus créditos dotados de garantía real, lo cierto es que individualmente considerados no la tienen."

3.6 El concepto de "sacrificio desproporcionado"

Asimismo, se exige como requisito que el acuerdo de refinanciación no comporte un sacrificio desproporcionado para aquellas entidades que no lo suscribieron.

Este concepto indeterminado, que debe ser objeto de ponderación judicial en cada caso, supone, la comparación entre el perjuicio que se causa al acreedor disidente y el beneficio que se genera al deudor al exigir dicho sacrificio.

Si bien debe ser objeto de una ponderación en cada caso, resulta necesario señalar tres cuestiones:

- (i) Es lógico ponderar de forma positiva que la inmensa mayoría de los acreedores financieros estén de acuerdo con la resolución, toda vez que parece lógico que si la inmensa mayoría de las entidades está dispuesta a aceptar la solución, los sacrificios exigidos no serán desproporcionados³⁶.
- (ii) Si bien podría pensarse que para realizar el análisis acerca de la proporción del sacrificio debe ponderarse la situación de cada acreedor en particular, lo cierto es que esta ponderación a menudo será imposible y además será un ejercicio posiblemente inútil. Así, para realizar la ponderación entre el perjuicio que se causará a cada acreedor debería conocerse al detalle tanto la situación patrimonial de cada entidad como, en su caso, el precio de adquisición de su participación en la financiación (que puede haber sido muy bajo la par), y además si el crédito concreto está o no provisionado. Por otra parte, dado que el horizonte cercano en caso de que no haya refinanciación exitosa es el concurso peor de las situaciones posibles, tampoco parece que la situación individual de

35 Téngase en cuenta que solo se va a poder paralizar dichas acciones en el último tramo de todo el proceso de refinanciación (al solicitar la homologación judicial del acuerdo). Antes de llegar a esta fase, normalmente se han llevado a cabo unos cuantos meses de negociación más o menos intensa, y además se ha tenido que acudir al procedimiento establecido con carácter general en el artículo 71.6 LC y antes de instar la homologación. El proceso total puede fácilmente llevar un año.

36 La escasa cuantía de la deuda titularidad del que podríamos llamar "sector disidente" se ha tenido en cuenta en el auto del JPI de Logroño núm. 129/2012, y de forma muy clara en el auto del Juzgado de Lo Mercantil nº 5 de Barcelona de 28 de junio de 2013.

cada cual vaya a tener, en la generalidad de los casos, gran importancia.

Entiendo, por tanto, que el análisis debe revestir un corte objetivo: Se debe comparar la nueva situación de las entidades causada por el nuevo marco contractual con el beneficio que se consigue para el deudor, haciendo abstracción de la situación particular de cada una de las entidades.

- (iii) La ley no exige que en el acuerdo de refinanciación a homologar las condiciones que se ofrezcan a todas las entidades financieras sean idénticas. Un elemental imperativo de prudencia exige que, si en una refinanciación se va a dar un trato distinto a grupos de acreedores distintos, a acreedores en circunstancias iguales se les ofrezca el mismo trato.

La apreciación señalada en el apartado (iii) anterior puede parecer rebuscada, pero lo cierto es que en operaciones sindicadas es frecuente que haya acreedores con deudas de distinto rango o distintas circunstancias que obligan a que, para que un acuerdo sea aceptable, dichas diferencias se tengan en cuenta. En concreto hay dos supuestos que creo que merecen una especial atención:

- (a) Puede darse el caso de que en una misma compañía haya tramos de deuda con rango distinto. Los acreedores de mejor rango nunca van a aceptar un trato peor en la refinanciación que aquellos de peor rango, con lo que, inevitablemente habrá que establecer diferencias entre unos y otros para que un acuerdo sea viable. Si se pide la homologación judicial de este acuerdo, la petición debe hacerse para igualar a los acreedores disidentes con los de su clase, porque si no se producirían beneficios injustos o sacrificios desproporcionados.

- (b) Puede darse el caso de que el acuerdo de refinanciación prevea obligaciones que no puedan considerarse "efectos de la espera" y cuya imposición a los disidentes no sea posible (como por ejemplo, por tratarse de una quita), o no sea necesaria. En estos casos, es lógico que los acreedores que tengan que soportar sacrificios adicionales a los "efectos de la espera" se vean compensados por ello, en condiciones de igualdad. Además, siempre que sea posible, sería muy conveniente permitir que quienes no aceptaron el acuerdo y sufrieron la homologación, puedan aceptar este contenido adicional y beneficiarse de la contraprestación que el mismo implique³⁷.

3.7. La ausencia de efectos de la homologación judicial a los fiadores, avalistas y obligados solidariamente con el deudor

Esta cuestión, prevista en el apartado 5 de la D.A. 4ª, es de escasa virtualidad práctica cuando la casi totalidad de la deuda de una sociedad proviene de financiación sindicada:

- (i) Normalmente las operaciones de financiación sindicada responden a operaciones de "project finance" o LBO que no tienen garantes personales fuera del perímetro de la operación.
- (ii) Para el caso de que no sea así, la obligación de contar con mayoría suficiente para ejecutar garantías reales compartidas se extiende también a las personales, con lo que los acreedores a quienes se deba extender el efecto del acuerdo de homologación no se encontrarán en condiciones de agredir por su cuenta el patrimonio de terceros ajenos a la operación.

³⁷ Aunque permitido en algunos países de nuestro entorno, como en el Reino Unido, me parece arriesgado fijar la base del trato desigual en si la entidad es aceptante o disidente en el acuerdo (véase no obstante el Auto del TPI nº 4 de Jaén, de 7 de febrero de 2012, ROJ AJM j 54/2012, que permite un trato discriminatorio por esta causa). Si creo aceptable establecer una comisión a repartir entre todas las entidades si todas aceptan finalmente suscribir el acuerdo (el ahorro que suponga prescindir del procedimiento de homologación puede ser objeto de reparto), o bien retribuir con una comisión determinada una obligación de aceptación potencial de una quita diferida (el deudor se venderá dentro de 5 años, si el precio es superior a la deuda financiera, las entidades perciben comisión y, si es inferior, renuncian a percibir comisión alguna y a cobrar la diferencia entre precio de venta y deuda pendiente de pago).

3.8 El riesgo de ejecución

Esta complicación no es puramente jurídica, pero tiene mucha importancia en el contexto de las operaciones de refinanciación.

La utilización de la homologación judicial como apoyo para una renegociación con las entidades financieras de la deuda requiere un manejo muy cuidadoso de los tiempos. Es difícil que, desde el momento en que se inician los trámites del art. 71.6 y, subsiguientemente, los de la D.A. 4ª, pase un periodo de menos de 3 o 4 meses. En este periodo de tiempo en que se ejecuta la operación pueden producirse todo tipo de maniobras, no solo de los acreedores que no estén interesados en tomar parte en el proceso de refinanciación, sino de terceros acreedores que nunca pudieran ser parte en el proceso. Así, una variación en las condiciones de pago exigidas por los principales proveedores, o la negativa de aseguradoras a dar seguros de caución sobre los créditos del deudor en dificultades pueden tener un efecto catastrófico.

La forma más adecuada de impedir este riesgo es realmente evitar que la propia homologación judicial sea necesaria, convenciendo a las entidades que no quieran tomar parte en el proceso de las bondades de la misma y del riesgo potencial de que, si no aceptan, o bien les serán impuestos los efectos de la homologación, o bien la refinanciación se frustrará mientras se intenta extenderles sus efectos mediante una homologación, lo que podría, en su caso, dar lugar a las responsabilidades correspondientes³⁸.

Para tener éxito en el planteamiento anterior creo que son vitales dos circunstancias:

- (i) Que se haga saber a los potenciales afectados por la homologación, con la suficiente anticipación, la intención de hacer uso de este mecanismo (por ejemplo, en el "term-sheet" o en la carta que se contengan los términos

propuestos a las entidades financieras por parte del deudor).

- (ii) Que tanto los asesores del deudor como los del banco agente estén de acuerdo en que la homologación tiene serios visos de prosperar. Así, una buena parte del trabajo de los asesores del banco agente del sindicato será mostrar a las entidades disidentes por qué la homologación judicial es factible y los riesgos a que se enfrentan las entidades de no aceptar la homologación.

3.9 Homologación judicial e incumplimiento

Dejo para el final algo que aún no se ha producido en la práctica pero que, a mi modo de ver, supone un riesgo que ha de tenerse en cuenta: tal y como señala el número 6 de la D.A. 4ª, un acuerdo objeto de homologación judicial queda blindado ante posibles declaraciones de concurso o ejecuciones singulares. Antes de que cualquiera de estas posibilidades pueda tener lugar, será preciso acudir a los tribunales para que realicen una declaración de incumplimiento.

La necesidad de la existencia de un mecanismo de control judicial previo al ejercicio de acciones es una cuestión más que discutible. Sin embargo, la ley lo establece. Además, dados los confusos términos del número 3, que trata de la paralización de acciones durante la espera, no faltarán argumentos a un juez para provocar que, aunque haya incumplimiento, las entidades financieras no puedan actuar contra el deudor.

El tiempo dirá si este riesgo que apunto se materializa o no. De momento, parece justo señalarlo y apuntar que en las operaciones de financiación sindicada en las que los acreedores gocen de garantías reales compartidas, una decisión mayoritaria de los mismos debería permitir la ejecución de dichas garantías en caso de incumplimiento contractual haya o no haya declaración judicial de in-

³⁸ No existen precedentes en este sentido y es difícil que se produzcan. Con todo, la posibilidad de verse expuesto a acciones legales, en el caso de dilatar hasta la frustración un proceso de refinanciación de cuya eficacia uno no puede sustraerse son, cuanto menos, inquietantes por el tamaño potencial que podrían alcanzar las responsabilidades. En la práctica una amenaza de este tipo suele surtir en mayor o menor medida un cierto efecto sobre los disidentes, sobre todo si son entidades extranjeras con poca participación en la financiación sindicada.

cumplimiento. Lo mismo creo que debe predicarse de los acreedores que se beneficien de garantías reales exclusivas. Después de todo, ni a unos ni a otros les debe afectar la homologación judicial, por lo menos en lo que respecta a la ejecución de sus garantías mediante procedimientos exclusivamente dirigidos contra los bienes sobre los cuales dichas garantías recaen.

4. Conclusiones

1. *"Scheme of arrangement"* y homologación judicial son dos procedimientos que en el ámbito de financiaciones sindicadas cumplen una misma función pero que tienen por objeto contratos sometidos a leyes aplicables distintas (*"schemes of arrangement"* para ley inglesa, homologación judicial para ley española). La homologación judicial no es un procedimiento apto para desplazar al *"scheme of arrangement"* dentro de la práctica española de reestructuraciones.
2. La aplicación de la homologación judicial a operaciones sindicadas plantea dificultades en los siguientes ámbitos:
 - a. Determinación del concepto de "entidades financieras": el cual debe interpretarse de una forma amplia, similar al de "entidades financiadoras", sin dar importancia a si la entidad tiene o no licencia administrativa para operar como entidad de crédito.
 - b. Cómputo de las mayorías necesarias: La mayoría específica del 75% de las entidades financieras desplaza a la general del art. 71.6. En todo caso, si es posible contar con las dos mayorías, es también aconsejable.
 - c. Qué ha de entenderse por "efectos de la espera": Debe entenderse la espera misma y aquellos otros compromisos contenidos en el acuerdo que sean necesarios para que la refinanciación pueda ser viable, independientemente de que guarden o no relación

causa-efecto con la espera. Conviene delimitar convencionalmente qué entienden las entidades suscriptoras que son los efectos de la espera y presentar al juez varias alternativas subsidiarias.

- d. Los efectos que produce la homologación judicial sobre los acreedores con garantía real: La homologación judicial impedirá que puedan utilizar sus pólizas o escrituras como títulos ejecutivos y el juego de mayorías permitirá impedir la ejecución de procedimientos sumarios encaminados a la ejecución de garantías reales, que es lo único que realmente queda excluido del ámbito de la homologación judicial. En la práctica, en los créditos sindicados será corriente que un procedimiento de homologación vincule por completo a los acreedores con garantía real.
 - e. El concepto de "sacrificio desproporcionado": En las operaciones de financiación sindicada corrientemente se establecerán diversos regímenes para diversos grupos de acreedores. Es importante que a aquellos en las mismas circunstancias se les dé el mismo trato.
 - f. Plazos de ejecución: Es muy importante controlar los plazos de ejecución y contar con la cooperación entre los asesores de la compañía y los del banco agente.
3. A la hora de acometer un proceso de refinanciación de un sindicado en el que exista una posibilidad real de utilizar la homologación judicial deberán tenerse en cuenta las siguientes reglas:
 - a. Antes de lanzar el proceso de refinanciación ha de determinarse la fecha límite para conseguir el objetivo, cual es el régimen de ejecución del contrato y de sus garantías y, cuál es la deuda tanto de entidades financieras como de terceros.
 - b. Al lanzar el proceso de refinanciación debería advertirse la posibilidad de acudir a la homologación judicial en caso de que existan

- disidentes, y, de cuál será la situación de los disidentes en contraposición a aquellos que acepten. En la medida de lo posible, conviene crear incentivos a la aceptación voluntaria de la refinanciación (como por ejemplo reparto del ahorro que supone no acudir al proceso del art. 71.6 seguido del de la D.A. 4ª).
- c. Una vez lanzado el proceso, será fundamental la cooperación entre asesores para conseguir convencer a las entidades disidentes, con el fin de intentar evitar acudir a la homologación judicial.
- d. Si no se tiene éxito en la estrategia c. anterior, deberá solicitarse la homologación judicial del acuerdo. La petición de homologación debe contener varias alternativas subsidiarias que vayan eliminando progresivamente elementos cada vez menos fundamentales o identificables con los efectos de la espera, con el fin de ayudar al juez y evitar que deniegue la homologación. Deberá también solicitarse la paralización de ejecuciones, que a buen seguro se habrán iniciado por parte de los acreedores disidentes.