



REVISTA LEX MERCATORIA  
ISSN 2445-0936



Vol. 18, 2021. Artículo 1  
DOI: 10.21134/lex.vi18.1426

# EL CONCEPTO DE REESTRUCTURACIÓN EN LA DIRECTIVA 2019/1023 Y SU TRASLACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL DE SOCIEDADES DE CAPITAL<sup>1</sup>

---

**José Carlos Vázquez Cueto**

*Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad de Sevilla*

---

<sup>1</sup> El presente trabajo ha sido elaborado en el marco del Proyecto I+D "Análisis, desarrollo y perspectivas de las instituciones societarias y concursales idóneas para el tratamiento y solución de las crisis empresariales" (DER2017-84775-C2-1-P), financiado por el Ministerio de Economía del Gobierno de España.

## Resumen

En este trabajo se analiza el concepto de reestructuración que toma la Directiva (UE) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia, sobre cuya base se establece el marco normativo que han de incorporar los Estados miembros. Asimismo, se examinan las operaciones societarias, incluidas dentro de este concepto, cuya aprobación es competencia de la junta general en el Derecho español, y respecto de las que el legislador español debería prever medidas para evitar que los socios pudieran obstaculizar injustificadamente su adopción o ejecución.

## Abstract

This paper deals with the notion of restructuring taken by the Directive (EU) 2019/1023 of the European Parliament and of the Council, of 20 June 2019, on restructuring and insolvency, on the basis of which the regulatory framework to be transposed by the Member States is established. In addition, this article examines the corporate transactions, included in this concept, whose approval is the responsibility of the general meeting of shareholders under Spanish Law, in respect of which the Spanish legislator should provide for measures to prevent equity holders from unreasonably hindering their adoption or execution.

## Palabras clave

reestructuración, marcos de reestructuración preventiva, deudores con dificultades financieras, junta general de socios, probabilidad de insolvencia, insolvencia inminente

## Keywords

restructuring, preventive restructuring frameworks, debtors in financial difficulties, general meeting of shareholders, likelihood of insolvency, upcoming insolvency

## Sumario

I. PLANTEAMIENTO Y TRASCENDENCIA JURÍDICA DEL PROBLEMA 1. Las líneas fundamentales de la Directiva 2019/1023 2. La incidencia de la Directiva 2019/1023 sobre los Derechos de Sociedades estatales II. EL CONCEPTO Y LOS RASGOS DISTINTIVOS DE LA REESTRUCTURACIÓN 1. El carácter metajurídico del concepto 2. La reestructuración en la Directiva 2019/1023 2.1. La amplitud de la definición del artículo 2.1.1) 2.2. El fundamento de la Directiva 2.3. Reestructuración versus liquidación III. LA TRASLACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL DEL MARCO NORMATIVO DE LA DIRECTIVA 1. Presentación: el panorama normativo que se presenta ante el legislador español 2. Las operaciones de reestructuración, la disciplina societaria europea de armonización y la dispensa de su aplicación 2.1. Consideraciones preliminares 2.2. La regulación sobre la "estructura de capital"; en particular, los aumentos y reducciones del capital social 2.3. Las modificaciones estructurales y otras operaciones catalogadas como "fusiones y adquisiciones". BIBLIOGRAFÍA

## I. PLANTEAMIENTO Y TRASCENDENCIA JURÍDICA DEL PROBLEMA.

### 1. Las líneas fundamentales de la Directiva 2019/1023.

La Directiva 2019/1023<sup>2</sup>, pretende establecer un entorno o clima armonizado en todo el territorio de la UE para la adopción e implementación de planes encaminados al saneamiento de las empresas económicamente viables pero que atraviesan graves dificultades de escrupulosa atención de los compromisos de pago asumidos, aún no determinantes de la apertura de un procedimiento concursal. Trata, en consecuencia, de procurar el salvamento de la actividad productiva y con ello, de la generación de riqueza y el mantenimiento del empleo en un contexto preconcursal y, asimismo, de preinsolvencia. Y es que, al objetivo de evitar el estigma y los problemas que la aplicación de los efectos de la declaración de inicio de un procedimiento concursal provoca sobre el funcionamiento cotidiano de las empresas se suma una clara vocación de anticipación a los acontecimientos, de intervención antes de que la situación empeore y termine por complicar la viabilidad de la empresa y las probabilidades de cobro de los acreedores de un modo casi irreversible. De ahí que ese clima o entorno (ese "marco") busque trazar las condiciones idóneas para una "reestructuración" que sea "preventiva", esto es, que evite el problema de fondo que se avecina: la insolvencia.

Naturalmente, el legislador UE es conoedor de los inconvenientes y las resistencias que entre algunos colectivos suele llevar consigo la puesta en práctica de este tipo de planes. Por esta razón, el marco establecido se compone de un doble orden de medidas. Por una parte, las de tipo material, que procuran favorecer la negociación entre los interesados e incentivan su culminación (arts.5 a 7 y 17-18 DRI). Por otra parte, las concernientes al proceso en sí de la toma de decisiones o de la formación de una voluntad conforme con el contenido del plan (arts.9-12 y 14-16 DRI). Estas últimas adquieren en realidad su razón de ser ante la eventualidad de que el plan no sea completamente consensuado y haya discrepancias entre los interesados o "partes afectadas" (art.2.1.2 DRI, pertenecientes a la misma clase conforme a su posición activa ante la sociedad, o a clases distintas) que puedan llegar a poner en peligro su existencia. Ante tal tesitura, la DRI prevé un conjunto de mecanismos de imposición del plan, con intervención ("confirmación") de la autoridad "judicial o administrativa". Así, para las "partes afectadas" (o miembros de las mismas) disidentes su vinculación al plan no será producto de una específica manifestación de voluntad favorable a su aplicación (art.15 DRI), sino que, por más que se halle rodeada de determinadas caute-las de tipo sustantivo y procedimental, resultará "forzosa".

Ni que decir tiene que el acuerdo que se alcance deberá contar con el parecer favorable (cuando no la iniciativa: arts.4.7 y 8, 9.1 y 11.1 DRI) y la actitud colaborativa en su ejecución del

---

2 Directiva 2019/1023/(UE), de 20 de junio, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia -en adelante, DRI-).

José Carlos Vázquez Cueto

deudor<sup>3</sup>. Lo que, trasladado a la realidad de las sociedades de capital, con estructura corporativizada, significa que la manifestación de esa voluntad y su ejecución habrían de ser, sobre el papel, escrupulosamente respetuosos con la distribución de las competencias decisorias entre sus órganos (cfr., en este sentido, la opción a que se alude en el Cdo.53 DRI). A este respecto, en el Derecho español se viene entendiendo por lo general que la prestación del consentimiento previo para la preparación y adopción-confirmación de medidas convenidas encaminadas a prevenir o a resolver la insolvencia se atribuye a su órgano de gestión y representación. Mas, a la postre, su correcta implementación, cuando incluye operaciones de especial enjundia en la vida societaria, puede llegar a depender del acuerdo favorable del conjunto de los socios reunidos en su junta general, cuando no, además, de determinadas categorías de socios, colegiada o individualmente. Sea por esto último, sea por su natural ascendencia sobre unos administradores que son nombrados por ellos mismos, los socios terminan erigiéndose así en uno de los colectivos con mayor protago-

nismo en este contexto, pues su posición jurídica en el polo justamente opuesto al que ocupan los acreedores hace preludiar una posible resistencia a un acuerdo que, no se olvide, busca ante todo una solución a una amenaza de falta de cobro por estos de sus créditos<sup>4</sup>.

En resumen: el marco jurídico establecido no podía eludir el espinoso asunto de prever medidas que puedan llegar a suponer, llegado el caso (es decir, ante lo que podría considerarse una resistencia “*sin causa razonable*”, al modo como adelantan los arts.700 y 701.1 TRLCO), una imposición del plan a los socios. En este sentido, la DRI permite a los Estados miembros escoger (se trata de un mandato al legislador estatal, no de una elección por cada sociedad en el momento dado) entre dos alternativas<sup>5</sup>:

- Mantener la separación formal, jurídicamente fundada, entre, por una parte, las distintas clases de acreedores, y, por otra parte, los socios, de manera que, en caso de que el plan afecte a asuntos que son competencia

---

3 Hay que precisar que, en realidad, el art.11.1.2 DRI permite a los Estados restringir solo a las PYMES el requisito del consentimiento del deudor, si bien ceñido al caso de que se pretenda una reestructuración “forzada” con arrastre *inter clases*, pese a la oposición de algunas de ellas manifestada por mayoría.

4 En esta dirección, v. las opiniones expresadas por THERY, A., «Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión europea de 22 de noviembre de 2016 (I)», RDCyP, nº 27, 2017 (versión electrónica: LA LEY 8186/2017), p.27; DÍAZ MORENO, A., «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», ADCo, nº49, 2020, §§63-65.

5 Más ampliamente, por todos, sobre el juego y las relaciones entre estas dos alternativas, con particular referencia a los socios, THERY, A., 2017, cit., pp.17-18; PULGAR, J., «La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana: Unión de los mercados de capitales, Unión bancaria y Derecho de la insolvencia», *La Ley Unión Europea*, nº 54, 31 de diciembre de 2017 (versión electrónica LA LEY 18845/2017), pp.20-24; FERRI Jr., G., “Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell’impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea”, en León Sanz y Rodríguez Sánchez (dirs.), *Cuestiones actuales de Derecho mercantil. La reforma europea del derecho de sociedades y el Derecho concursal*, Marcial Pons, Madrid, 2018, pp.140-143; DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §§10 y 14-17.

José Carlos Vázquez Cueto

de la junta general, su aceptación o definitiva implementación por la sociedad se mantenga apartada de la decisión y en su caso, imposición a los acreedores. Lo que implica, necesariamente, prever una regulación especial para este tipo de asuntos y para esta clase de situaciones que asegure, sin el más mínimo resquicio a la excepción, que los socios no podrán impedir o de algún modo obstaculizar “*injustificadamente*” la adopción o ejecución del plan (art.12 DRI<sup>6</sup>). En otras palabras: una regulación que guilotine parte de las competencias ordinarias de la junta general y el juego de mayorías o prevenciones normativas que las acompañan en el caso de que la cuestión a decidir no afecte por igual a los derechos individuales de todos los socios; o, cuanto menos, que elimine *el derecho a la última palabra* al respecto que la legislación societaria reserva a la asamblea de socios en

determinados asuntos de especial trascendencia para el discurrir societario. Y, con ello, obviamente, que incida sobre el régimen de impugnación de unas decisiones colegiadas (o sobre cautelas como las del art.190 LSC) que, como se acaba de decir, no existirán o verán sus efectos sensiblemente cercenados.

- La que, según parece, prefiere el texto de la DRI, que se contiene en sus arts.9 a 11: agrupar en una “bolsa” o consorcio común a los socios junto a los acreedores, sometidos, como estos, a una estratificación conforme a sus intereses en el asunto, “*basada en criterios comprobables*” (art.9.4 DRI) estrechamente relacionados con un eventual escenario liquidatorio de la sociedad (como se desprende con claridad de todo el texto de la DRI; cfr., en particular, los Cdos.47, 49 y 57 DRI)<sup>7</sup>. De modo que, en la medida en que sus intereses

---

6 Por lo tanto, parece que no debiera bastar, como viene ahora a contemplar la legislación concursal española con indisimulada timidez, con incentivar la adopción de las decisiones asamblearias correspondientes o desalentar conductas hostiles escasamente justificadas (cfr. arts.624, 625, 668, 700 y 701 TRLCo). Como ya se ha destacado [PULGAR. J., 2017, cit., pp.24-25; DE CÁRDENAS SMITH, C., «La propuesta de directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español», RDCyP, n.º. 29, 2018 (versión electrónica: LA LEY 5845/2018), p.10; DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §84; BUIL ALDANA, I., «Algunas cuestiones relativas a la formación de clases de acreedores y socios en la directiva de reestructuración temprana y su transposición al derecho español», RD-CyP, n.º. 33, 2020 (versión electrónica: LA LEY 8515/2020), p.9], la intromisión en el libre ejercicio de la potestad soberana de la junta general en asuntos de su competencia debe ser mucho mayor en cuanto a su alcance sustantivo, conforme se desprende de los dos primeros apartados del art.12 DRI (cfr. asimismo, el Cdo.57), y aun con los matices y factores ponderativos de su apartado tercero, de carácter meramente enunciativo (en relación con estos factores, y otros no mencionados en el citado precepto, v. por todos, DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., nota 129).

7 La verdad es que el texto actual de la DRI no parece inclinarse con claridad por ninguna de ellas, aunque la redacción misma del art.12.1, *in initio* (que prevé la alternativa a la separación formal entre socios y acreedores como algo natural, lo que vendría a ser consecuente con el principio, presente a lo largo de todo el texto de la DRI, de atención a la realidad económica de las figuras antes que su configuración jurídico-formal), podría conducir a esta conclusión (en este sentido, DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §10 y nota 33; BUIL ALDANA, I., 2020, cit., pp.7-8). También apuntaría en esa dirección el hecho de que se trate de la solución prístina en el 11 USC Chapter 11 estadounidense, que constituye el claro antecedente normativo de la DRI [en este sentido lo apunta ORTIZ MÁRQUEZ, M., «Planes de reestructuración empresarial», *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Trans-*

José Carlos Vázquez Cueto

puedan quedar de alguna manera implicados en el plan<sup>8</sup>, aquellos conformen un estrato o clase diferenciada de las de estos [la clase de los “tenedores de participaciones” -art.2.1.3)- o *equity holders*<sup>9</sup>] que, por razón de su inversión en la financiación propia de la sociedad y, por lo tanto, la naturaleza jurídica de su derecho sobre el patrimonio social, residual a la íntegra satisfacción de los créditos *stricto sensu*, ocupará el último lugar en la clasificación o prelación de interesados, “*partes afectadas*” o que “*participen*” en el proceso de adopción del acuerdo. Como el socio ya no va a participar en la formación de la voluntad de un órgano social colegiado (no habría acuerdo social como tal), sino de un colectivo de “desinversores”, su estatuto queda capitidisminuido (por no decir jibarizado) al ceñirse a su derecho a su cuota de liquidación, del que se efectúa a estos efectos una proyección fundada en la proximidad de la insolvencia y

la consiguiente amenaza a la pervivencia de la sociedad, de la que se extrae un valor que representará el peso que posea en el resultado de la decisión; un valor que a veces (cuando el pasivo exigible supera al valor en venta estimado del activo) puede llegar a ser negativo (*out of the money*), con la consiguiente posibilidad de quedar completamente al margen de la decisión a adoptar. Bien entendido que la masa social puede ser apreciada en este punto como un colectivo cohesionado o, a su vez, dividido en cuantas clases de intereses diferentes en el plano exclusivamente económico (liquidativo) puedan identificarse entre ellas, de modo que dicho peso puede no ser idéntico para todos, sino ponderado en función de las expectativas “liquidatorias” que se ostenten, respecto de las que nuestro Derecho de Sociedades de capital admite gradaciones vía estatutos<sup>10</sup>.

---

*nacionales*, nº14, 2020 (versión electrónica: BIB 2020\33854), IV.2.1, V.3.3 b y VI, destacando los inconvenientes que lleva consigo la coordinación de la decisión de los acreedores con el funcionamiento corporativo y la toma de acuerdos de los socios reunidos en junta general, máxime en un contexto de dispersión de las competencias legislativas -federales y estatales, respectivamente- como el que existe en este punto en los Estados Unidos de América] Con todo, parece que en modo alguno se configuraría como una solución supletoria, pues los Estados están obligados a escoger entre una u otra. Cuestión distinta sería que se convirtiera en tal como consecuencia de la aplicación directa de la DRI ante los particulares por una inapropiada transposición o porque transcurriera el plazo para su adaptación estatal sin que se hubiera cumplimentado tal exigencia.

8 Una exposición enunciativa de las hipótesis que entrañarían una afectación del plan a los socios puede verse, por todos, en DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §§20-22.

9 Bajo esta nomenclatura debieran integrarse asimismo otros interesados, titulares de derechos que otorgan la posibilidad de ser socios (derechos de suscripción, opciones de compra, obligaciones convertibles) o de derechos especiales sobre el patrimonio social o sobre sus beneficios (bonos de disfrute, bonos de fundador, etc.). En definitiva, englobaría a todo el que ostenta una posición jurídica que integra o puede integrar un derecho de crédito y que deriva directa o indirectamente de su inversión en instrumentos de patrimonio propio de la sociedad. Cfr. la definición del art.2.1.3) DRI.

10 Cfr. Cdo.58 DRI. Repárese en que esta configuración estatutaria no tiene por qué manifestarse formalmente en todo caso mediante el reconocimiento de participaciones “privilegiadas”; basta con traer a la memoria la fig-

## 2. La incidencia de la Directiva 2019/1023 sobre los Derechos de Sociedades estatales.

Como podrá colegirse con notoria facilidad, el grado de afectación de esta norma UE sobre el Derecho de Sociedades de los Estados miembros es muy significativo<sup>11</sup>. Más si cabe que sobre el Derecho concursal, circunstancia que, por otro lado, no debe resultar sorprendente si tenemos en cuenta que el escenario sobre el que incide el legislador comunitario no es aún propiamente concursal, sino cronológica, objetiva y jurídicamente previo. Ni que decir tiene que la concreción de tal grado depende sobremanera del contenido del Derecho societario de cada Estado y, por supuesto, de la capacidad de anticipación normativa

a estas medidas que cada uno hubiera demostrado hasta el momento. Juicio que, llevado en el caso del Derecho español, arroja una conclusión terminante: la incorporación de la DRI puede llegar a provocar en auténtico seísmo, que bien pudiera aplacarse si hubiera voluntad (y habilidad) por acogerse a muchos de los resquicios normativos que deja abiertos el legislador UE, sin vulnerar sus mandatos imperativos.

Es preciso tener presente que la intervención sobre el deudor sociedad encaminada al salvamento de su continuidad no suele limitarse a incidir sobre puntuales extremos relacionados únicamente con las condiciones de pago de los créditos (en particular, a sus vencimientos, a través de prórrogas o esperas) o incluso con la

---

ura de las acciones o participaciones sin voto o de las prestaciones accesorias retribuidas para advertir tal matiz. Lo que sí debe quedar claro es que, dada la situación de la sociedad y el planteamiento de estos planes como alternativa a una liquidación concursal, las referidas preferencias a tener en cuenta deben recaer sobre la eventual cuota de liquidación, no estrictamente sobre los beneficios que la sociedad declarara o los dividendos que su junta general pudiera acordar. Tampoco parece que debieran tenerse en cuenta las ventajas económicas eventualmente comprometidas en un pacto parasocial. Sin desconocer lo espinoso del tema de su grado de vinculación, en especial si tienen como partes a todos los socios, en este caso parece que, precisamente la integración en una bolsa de interesados subjetivamente más amplia, con intereses preferentes, y completamente ajenos (como colectivo) a estos pactos, excluiría de todo punto su consideración. Al respecto, v. las observaciones formuladas por DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §§22-23.1

11 De hecho, se afirma, a mi juicio con razón, que la DRI representa una clara quiebra del principio de "neutralidad organizativa" que tradicionalmente han mantenido las legislaciones concursales en relación con la faceta del funcionamiento interno de los deudores societarios. En este sentido, v., por todos, VATTERMOLI, D., «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?», *Riv. delle Società*, n°LXIII-4, 2018, pp.876-878. Bien es cierto que, como sostiene NIGRO, A. («Le ristrutturazioni societarie nel diritto italiano delle crisi: notazioni generali», *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, n°117-3, 2019, pp.385-387), no podría afirmarse que esa neutralidad haya sido siempre absoluta. V. asimismo, afirmando que la DRI reabre debates sobre aspectos clave del Derecho de Sociedades, PULGAR, J., 2017, cit., p.10. O FERRI Jr., G. (2018, cit., pp.132-134 y 137-140), destacando cómo hasta hace unos años los socios habían quedado como un colectivo "invisible" a las medidas derivadas de la regulaciones concursales que recaían sobre los deudores sociedades, si bien últimamente ya se venía advirtiendo una evolución en el sentido indicado por esta iniciativa de la UE en distintos sistemas jurídicos europeos.

José Carlos Vázquez Cueto

condonación de parte de la carga pasiva latente (mediante quitas). Por lo general, la solución a las graves dificultades financieras en una sociedad obliga a desplazar tales medidas (o, cuanto menos, a combinarlas) por otras de bastante mayor enjundia, que afectan de una manera estable a la configuración de la sociedad o a su estructura patrimonial o financiera, cuando no a su mera existencia formal (también pueden llegar a incidir sobre otras entidades, garantes y acreedoras, o “vicarias” de estas; mas la DRI no se ocupa directamente de sus medidas de “adaptación” al contenido del Plan)<sup>12</sup>. Esta realidad se aprecia con bastante mayor intensidad cuando los problemas

acucian a una sociedad titular de una empresa de ciertas dimensiones, en las que el nivel de endeudamiento suele ser bastante mayor y las características de su apalancamiento diferente y más complejo de resolver, por tener su causa mucho más acentuada en el *pasivo estructural*, contraído para financiar el *inmovilizado* o activo fijo de la entidad, que en el meramente *operativo*, que surge de la explotación cotidiana del objeto. No en balde, las grandes empresas son la “diana” de la DRI, la figura sobre la que el legislador UE pone especial énfasis en la aplicación de sus mandatos imperativos. Y lo son cualquiera que fuera su titularidad, aunque se consienta que los Estados

---

12 Es preciso destacar que las consecuencias jurídicas de la puesta en práctica de las medidas de reestructuración de la DRI se ciernen sobre la deudora configurada como una entidad-isla, sus socios y acreedores, sin reparar en el hecho de que aquella pueda formar parte de un grupo o no. Naturalmente, ello no impide que los planes de reestructuración adoptados y confirmados al amparo de la DRI tengan una base de vinculación subjetiva pasiva pluripersonal; se ideen y contengan medidas que pretendan resolver de un modo coordinado las dificultades económicas que se presenten en el seno de un grupo (cfr. el *desiderátum* contenido en el Cdo.15 DRI; o la referencia a los “grupos de empresas” del Cdo.24), o que den respuesta a los efectos que su implementación en las entidades en dificultades tengan sobre las restantes sujetas a unidad de decisión, en muchos casos vinculadas jurídicamente como proveedoras o financiadoras recíprocas y, desde esta perspectiva, posibles “afectadas” de por sí por el plan pergeñado para cada deudora. Mas deben ser “tramitados” (adoptados por las *partes afectadas* y -o-, en caso, confirmados por la autoridad) separadamente. Y todo ello sin perjuicio de los problemas de Derecho Internacional Privado que tal planeamiento grupal pueda ocasionar cuando no todas las entidades pertenecientes al grupo tienen la misma *lex societatis* o la misma *lex fori concursus* (que no siempre son coincidentes). Estos últimos problemas pueden llegar a verse paliados en buena medida mediante el Reglamento 2015/848 UE, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia, si bien para ello se precisa que los Estados miembros no hayan optado por la no aplicación de su contenido a este tipo de expedientes preconcursales por la vía de su exclusión de la lista del Anexo A de la mencionada disposición jurídica. V., al respecto, una completa y muy esclarecedora exposición general sobre las relaciones entre la DRI y este Reglamento UE, con referencia en particular al fenómeno de los grupos societarios, por todos, en GARCIMARTÍN, F., «Reestructuración transfronteriza en la UE: el Reglamento Europeo de Insolvencia y la Directiva de reestructuración preventiva», RDCyP, n° 32, 2020 (versión electrónica: LA LEY 238/2020), pp.2-11. Sobre la relevancia que pueden llegar a adquirir a este respecto los protocolos cerrados al amparo del Reglamento UE entre los administradores de varios procedimientos preconcursales o concursales abiertos en diversos Estados, v. por todos, VATTERMOLI, D., «Los protocolos concursales en las operaciones de reestructuración de grupos de sociedades en crisis», ADCo, n°48, 2019 (versión electrónica: BIB 2019\7158), pp.6-15.

José Carlos Vázquez Cueto

miembros limiten el alcance de sus normas de transposición a las personas jurídicas, ex art.1.4.2, se trate o no de sociedades de capital<sup>13</sup>.

Quiere decirse, por consiguiente, que, debido a su contenido sustantivo, los planes van a tener normalmente como “afectadas” al colectivo de los socios y su adopción e implementación deberá llevarse a cabo en muchas ocasiones (sobre todo, en estas grandes sociedades) invadiendo compe-

tencias que, *in bonis*, corresponden de ordinario a la junta general, y sobre las que ahora habrá que “pasar por encima” o someter a una importante “poda” a fin de evitar la frustración de iniciativas que se desvelan económicamente como las más eficientes, por ser las que procuran una mayor tasa de recuperación del valor del patrimonio social (las que optimizan la *prima de reestructuración*).

---

13 Téngase en cuenta que el planteamiento de partida toma un estado de cosas muy determinado; el problema es fundamentalmente de índole financiera, que no económica, esto es, no amenaza la viabilidad de la compañía, sin perjuicio de que haya puntuales desfases entre ingresos y gastos por “operaciones continuadas”, o en el período de maduración financiera que también puedan corregirse mediante el plan a través del recurso a concretos “cambios operativos” [para una clasificación de las empresas desde esta perspectiva, GARCIMARTÍN, F., «La narrativa de los “marcos de reestructuración preventiva” en el Derecho europeo», *Almacén de Derecho*, 4 enero 2019 (versión electrónica en <https://almacenederecho.org/la-narrativa-de-los-marcos-de-reestructuracion-preventiva-en-el-derecho-europeo>), pp.2-3]. Por ello, ha de incidir especialmente en quienes ostentan una posición jurídica “estable” ante la sociedad, en el sentido de que sus inversiones solo se recuperan íntegramente, si acaso, a largo plazo: socios y financiadores del activo fijo o *inmovilizado*, que son quienes realmente ven en peligro sus perspectivas de devolución de lo arriesgado. El volumen de apalancamiento proveniente de este tipo de financiación ajena suele ser bastante menor en el caso de las sociedades no grandes (desciende, paulatinamente, de *medianas y pequeñas empresas a microempresas*). En estas, por el contrario, resulta mucho más habitual que las dificultades provengan del negocio operativo mismo y pongan en duda la rentabilidad de las inversiones a largo plazo [un análisis más detenido y, por ende, fundado sobre este tema puede verse, entre otros, en THERY, A., «Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)», RDCyP, nº 28, 2018 (versión electrónica: LA LEY 19534/2017), p.20; y, del mismo autor, «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», RDCyP, nº 31, 2019, (versión electrónica: LA LEY 8455/2019), pgs.12-13]. De ahí que el planteamiento de planes de reestructuración en este tipo de entidades (para más inri, relativamente costosos debido a su usual complejidad de articulación -cfr. Cdo.17-) carezca en buena parte de sentido, dado que sus problemas de viabilidad solo se resuelven con soluciones liquidatorias, que tampoco tiene por qué implicar en todo caso una disgregación de los activos de la empresa y la desaparición de su cohesión como unidad funcional. No obstante, no se piense con ello que la DRI ciñe por completo su contenido a las grandes empresas. Solo contempla alguna medida puntual que autoriza a los Estados miembros a suavizar el rigor imperativo de algunas de sus normas cuando se está en presencia de una PYME; bien es verdad que se trata de algunos de sus mandatos más significativos, como, por ejemplo, el de que no sea preciso el consentimiento del deudor para iniciar o confirmar un plan (arts.4.8 y 11.1.2); o el de que las partes afectadas se dividan en distintas categorías o clases según sus intereses respectivos (art.9.4). A lo que habría que añadir la libertad concedida a los Estados miembros para definir lo que deba entenderse en su ámbito como PYME o *microempresa* [art.2.c)], toda vez

José Carlos Vázquez Cueto

Lo delicado del asunto suscita en el jurista una serie de interrogantes de fondo que, sin duda, deberá aquilatar apropiadamente el legislador español cuando dicte la disposición de incorporación de esta DRI. Los compendio en dos grandes grupos:

a) Por una parte, se hallan los que conciernen al juego (y la prevalencia e interpretación favorable de las leyes, dada su naturaleza) de determinados principios y libertades constitucionales, que pueden quedar cercenados con esta reforma legislativa. Por mucho que se pregone, en ocasiones tal vez con algo de ligereza, la necesidad de “abrir los ojos” a la realidad económica, por encima de la “verdad jurídica” que nos “ciega” a veces como juristas, lo cierto es que no parece tan sencillo que este cambio de paradigma pueda servir en todo caso de suficiente justificación

como para afectar tan sensiblemente a derechos como el de propiedad (art.33), el de libertad de empresa (art.38), el de tutela judicial efectiva o el mismo de asociación (art.22), respaldados y protegidos por nuestra CE (art.53). En suma, será preciso que el legislador español actúe con extrema cautela al conjugar los mandatos de la DRI y el interés por lograr la continuidad de las unidades empresariales viables y por maximizar las opciones de cobro de los acreedores con un exquisito respeto al “*contenido esencial*” de estos principios, en especial cuando se trate de evitar que el plan (y la situación financiera que le da pie) sea un mero pretexto para despojar abusivamente a las minorías “no acomodaticias” con los socios de control, sobre todo si el enfrentamiento entre socios acontece en el seno de una sociedad cerrada<sup>14</sup>. Una cautela que quizá no en todo caso pudiera considerarse satisfecha con una lectura

---

que los criterios establecidos por el DRI (Cdo.18, que toma por referencia los conceptos de la Directiva 2013/34/UE, de 26 de junio, sobre documentos contables, o la Recomendación de la Comisión Europea de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas utilizada en general en las políticas comunitarias) han quedado como meramente orientativos. Una facultad que bien haría el Reino de España en aprovechar para seguir unos parámetros idénticos a los que se emplean en materia jurídico-contable; recuérdese que nuestra disciplina, consecuente con la realidad del tráfico nacional, eleva (respecto de la referencia clave en la materia, contenida en el art.3 DIR 2013/34) los umbrales máximos para ostentar la calificación de microempresa (art.4 PGC PYMES, aprobado mediante Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre), mantiene en sus mismos términos los relativos a la *pequeña empresa* (cfr. art.257 LSC) y reduce los concernientes a la *mediana empresa* (que serían los del art.258 LSC), dejando así un campo mayor para gozar de la consideración de *gran empresa*.

14 A propósito de lo que acaba de exponerse en el texto, y sin perjuicio de lo que se mantenía en la Nota anterior, conviene destacar la inexactitud que, al menos desde un punto de vista estrictamente jurídico, implicaría equiparar a estos efectos la PYME con la sociedad de responsabilidad limitada. Pese a la existencia de una evidente correlación en la realidad diaria entre ambas (la inmensa mayoría de SL, entidades de configuración cerrada, son titulares de PYMES), se trata de una equiparación imposible en términos jurídicos estrictos, pues cada uno de esos conceptos centra su atención en planos separados y distintos (el volumen o la envergadura económica y la implantación social por un lado; la naturaleza jurídica del titular de la empresa -y, en particular, su configuración tipológica societaria- por otro). Además, como se acaba de exponer, el elemento determinante en la previsión de un régimen especial para las PYMES es de tipo económico-financiero (el origen de sus dificultades financieras y su nivel y tipo de apalancamiento); no debe situarse en el cierre o la apertura de la sociedad a personas ajenas

José Carlos Vázquez Cueto

meramente economicista de la posición del socio en el contexto de preinsolvencia que atraviesa la sociedad<sup>15</sup>.

b) Por otra parte, se encuentra el problema atinentemente a la concreción de los ámbitos normativos en que introducir estas reglas especiales. A tal respecto sobresalen dos obstáculos que derivan justamente de nuestra pertenencia a la UE y la existencia palmaria de un propósito armonizador de los Derechos estatales de sociedades de capital por su parte:

Por un lado, que, por más que tal propósito exista, y últimamente haya cobrado mayor impulso, son muchas las parcelas del Derecho de

sociedades que se mantienen por el momento al margen de esa corriente armonizadora, algunas de las cuales resultan directamente implicadas por los mandatos de la DRI. Baste al efecto con una consideración: la UE no ha sido capaz hasta el momento de alcanzar el consenso indispensable para dictar una regulación armonizadora en un bloque temático tan nuclear como el funcionamiento de los órganos sociales, de administración y asambleario (lo que hubiera constituido materia de la Quinta Directiva). Ante lo que se ha ido conformando con una conciliación meramente transversal y fragmentaria de la materia. Esto es, con ordenar (o incluso a veces, simplemente prever, sin un contenido cogente absoluto) la incorporación de normas que afectan a la conduc-

---

al vínculo de confianza que fundó la sociedad, o la controla en este instante; ni siquiera en la carga de personalización más o menos acusada con que se halle configurada su vida interna por estatutos. Y ello sin negar que estos factores influyen sobremanera a la hora de abordar la elaboración del plan para hacerlo suficientemente atractivo entre los implicados (cfr. Cdos.45, 58 y 59), o de vislumbrar la posibilidad de que haya aspirantes a hacerse con tal control, en especial cuando parte de los socios antiguos van a permanecer en la sociedad, incluso con un porcentaje de participación estimable, y se atisba que van a mantenerse atrincherados en posturas poco amigables; o cuando su prestación de servicios a la sociedad constituye un valor insustituible para mantenerla en vida. Por tal motivo, el tratamiento especial que la DRI dispensa (o autoriza a los Estados a dispensar) a las PYMES no debiera entenderse como un camino expedito para contemplar o no algunas de las normas que contienen su marco normativo a las SL indiscriminadamente, pues la realidad del tráfico en España muestra bien a las claras que muchas de ellas han adquirido ya un volumen de negocios, una consistencia patrimonial y una masa salarial considerables (al igual que hay aún SA titulares de pequeños negocios o simplemente patrimoniales). Lo que, dicho sea de paso, y como se verá más adelante, constituye un verdadero problema en la tarea de incorporación de la Directiva. Favorables a esta estricta equiparación entre PYMES y sociedades cerradas, entre otros, THERY, A, 2019, pp.6-7 y 38.

15 Este riesgo de aprovechamiento abusivo de la situación de crisis es destacado por PULGAR, J. (2017, cit., p.13) precisamente en particular alusión a las sociedades cerradas. Pero, según THERY, A. (2017, cit., pp.19-20), se vería conjurado en la DRI debido precisamente a las prevenciones establecidas al efecto. En este sentido, hay que llamar la atención sobre el hecho de que el legislador UE manifiesta su preocupación por el respeto a “*los intereses legítimos de otros accionistas o tenedores de participaciones*” (Cdo.57, in initio; cfr. asimismo, pp.22-23 de la Exposición de Motivos que acompañaba a la Propuesta de DRI, de 22 de noviembre de 2016 [COM(2016)0723] -en adelante, Propuesta DRI-, bajo el enunciado “*Derechos fundamentales*”), que suele confiar a la aplicación de reglas puntuales, como las que permiten la presentación de planes competidores a iniciativa de la sociedad (art.9.1 DRI;

José Carlos Vázquez Cueto

ta del órgano de administración o a las competencias y funcionamiento de la junta general con ocasión del tratamiento de determinado tipo de acuerdos, como son, por lo que ahora más nos interesa, algunos tipos de aumentos de capital, las reducciones de capital, o algunas modificaciones estructurales.

Por otro lado, una primera lectura de la DRI deja la duda sobre si, en verdad, en todos los ámbitos regulatorios en los que los Derechos estatales deben intervenir se ha tenido precisamente en cuenta la existencia de esa normativa propia armonizadora al objeto de facilitar la labor de incorporación de sus mandatos. Conviene resaltar a este respecto que la DRI dedica un artículo casi al final (art.32) para introducir una modificación parcial en el texto de la Directiva 2017/1132/UE, de 14 de junio, *sobre aspectos del Derecho de Sociedades*, consistente en añadir un apartado cuarto a su art.84 (que agrupa una serie de derogaciones de ciertos requisitos previamente establecidos), al objeto de dispensar de la aplicación de determinadas exigencias atinentes a las competencias de la junta general y al respeto al principio de paridad entre los socios contenidas en esta disposición cuando se vayan a establecer los marcos de reestructuración preventiva impuestos por aquella, si bien solo *“en la medida y durante el tiempo en que tales excepciones sean necesarias”*. Una modificación cuyo alcance, al menos sobre el papel, se ciñe en exclusiva a determinados aspectos re-

lacionados con un número muy limitado de operaciones societarias asignadas a la junta general que afecten directamente al capital social y a la satisfacción de sus funciones de carácter jurídico, de contenido político y económico. En particular, las referidas en los arts.58.1 (decisiones para remover la situación de *“pérdida grave del capital suscrito”* o para disolver la sociedad ante un desbalance contable grave - recogidas en los arts.363 y ss. LSC-, para el que ahora pretenden arbitrarse medidas más flexibles y ágiles, a adoptar por los administradores -art.19 DRI-, 68 y 72 (aumentos de capital y, dentro del mismo, la delegación en el órgano de administración en el supuesto del *capital autorizado*, la necesidad de una votación separada cuando la operación no afecte por igual a todas las categorías de acciones, o el derecho de suscripción preferente en caso de aumento con cargo a aportaciones dinerarias y la posibilidad de su exclusión; aspectos todos ellos tratados en los arts.296.1, 297.1 b), 293.1 y 304, 305, 307 y 308 LSC) y 73, 74, 79.1 b), 80.1 y 81 (reducciones de capital y, dentro de la misma, necesidad de una votación separada cuando no afecte por igual a todas las categorías de accionistas; contemplados en los arts.318 y 329).

Este alcance, aparentemente reducido, contrasta en cierto modo con la declaración de intenciones manifestada en los Cdos.57 y 96 de la propia DRI, que proclaman la necesidad de que la eficacia de los planes no quede *“comprometida”*

---

sobre esta posibilidad, en concreto, v., por todos, THERY, A., 2017, cit., pp.27-28); o las que procuran evitar a toda costa que el porcentaje de recuperación de la inversión para cada uno de los socios disidentes en un plan que les afecte acabe siendo finalmente inferior al que obtendría con la liquidación inmediata de la sociedad [la regla *best interest of creditors*, ex art.10.2.d) DRI] o que haya acreedores que como resultado de la implementación del plan acaben acaparando la plusvalía derivada de la reestructuración por completo, más allá incluso del importe de sus créditos [la regla *no more than 100% value*, ex art.11.1 d) DRI], reglas cuya observancia va a ser supervisada o impuesta, según los casos, por una autoridad *“administrativa o judicial”*.

José Carlos Vázquez Cueto

por las cautelas en defensa de los intereses de los socios establecidas por el Derecho de Sociedades, pero en un tono mucho más abierto (sin perjuicio de recalcar el carácter excepcional de estas medidas), en el que se hace alusión a operaciones que carecen de una específica regulación comunitaria y en la que las referidas dispensas recogidas por el art.32 DRI se mencionan solo a

título meramente enunciativo<sup>16</sup>.

Ante el panorama que se expone, se comprende el interés por delimitar con la mayor precisión posible el contexto en el que estas reglas excepcionales han de entrar en escena. A estos efectos sobresalen particularmente dos datos: la situación que desencadena la aplicación de esta dis-

---

16 Reproducimos los pasajes más significativos de tales Cdos., a estos efectos. Así, el Cdo.96 reza: *“La eficacia del proceso de adopción y ejecución del plan de reestructuración no debe verse comprometida por el Derecho de sociedades. Por tanto, los Estados miembros deben poder establecer excepciones a los requisitos establecidos en la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo por lo que respecta a las obligaciones de convocar una junta general y ofrecer acciones con carácter preferente a los accionistas existentes, en la medida y durante el período necesario para garantizar que los accionistas no frustren los esfuerzos de reestructuración abusando de sus derechos con arreglo a dicha Directiva. Por ejemplo,...También pueden ser necesarias excepciones al Derecho de sociedades cuando el plan de reestructuración establezca la emisión de nuevas acciones que podrían ofrecerse con prioridad a los acreedores como conversión de deuda en capital o la reducción del importe de capital suscrito en caso de que se traspasen partes de la empresa. Dichas excepciones deben ser limitadas en el tiempo en la medida en que los Estados miembros las consideren necesarias para el establecimiento de un marco de reestructuración preventiva. Los Estados miembros no deben estar obligados a establecer excepciones a las disposiciones del Derecho de sociedades, total o parcialmente, durante un período indefinido o determinado, si se garantiza que sus requisitos de Derecho de sociedades no ponen en peligro la efectividad del proceso de reestructuración o si los Estados miembros disponen de otros instrumentos igualmente eficaces para garantizar que los accionistas no impidan injustificadamente la adopción o la ejecución de un plan de reestructuración que permita restablecer la viabilidad de la empresa....Los Estados miembros deben disponer de un margen de apreciación para determinar qué excepciones son necesarias en el contexto del Derecho de sociedades nacional para aplicar de manera efectiva la presente Directiva...”. Por su parte, el Cdo 57 dice: *“Si bien deben estar protegidos los intereses legítimos de otros accionistas o tenedores de participaciones, los Estados miembros deben garantizar que no puedan impedir injustificadamente la adopción de planes de reestructuración que permitirían que el deudor recuperase su viabilidad. Los Estados miembros deben poder utilizar distintos medios para lograr ese objetivo, por ejemplo, no concediendo a los tenedores de participaciones derecho de voto en relación con un plan de reestructuración y no supeditando la adopción de un plan de reestructuración al acuerdo de aquellos tenedores de participaciones que, sobre la base de una valoración de la empresa, no recibirían ningún pago ni ninguna otra retribución si se aplicara el orden normal de prelación en la liquidación....Otro método posible de garantizar que los tenedores de participaciones no impidan injustificadamente la adopción de planes de reestructuración sería garantizando que las medidas de reestructuración que afecten directamente a los derechos de los tenedores de participaciones y que necesitan la aprobación de la junta general de accionistas con arreglo al Derecho societario no estén sometidas a requisitos de mayorías injustificadamente altas y que los tenedores de participaciones no tengan competencias en términos de las medidas de reestructuración que no afecten directamente a sus derechos”.**

José Carlos Vázquez Cueto

ciplina de preinsolvencia y las medidas concretas que van a verse beneficiadas por ese escudo protector en que consiste dicha disciplina. El primero de ellos, que no será objeto de estudio, se centra en el alcance que haya de darse a la situación de “insolvencia inminente” o “insolvencia inmediata” a que alude en su traducción española el art.1.1 DRI, cuya homonimia con el presupuesto objetivo para la solicitud de concurso de nuestro art.2.3 TRLCO, a tenor del espíritu que inspira el texto UE, podría ser meramente *nominal*<sup>17</sup>. La segunda, que constituye el objeto de estudio de este trabajo, se resume en la búsqueda de una definición e identificación de los rasgos que permitirían caracterizar bajo nuestro Derecho la reestructuración que se pretende abordar.

## II. EL CONCEPTO Y LOS RASGOS DISTINTIVOS DE LA REESTRUCTURACIÓN.

### 1. El carácter metajurídico del concepto.

El cometido propuesto de trasladar a

nuestro Derecho el concepto de *reestructuración* de la DRI se encuentra por lo pronto con un primer problema: la *reestructuración* es un término que carece de una definición precisa en la Teoría General del Derecho y de un reconocimiento expreso y omnivaledero en nuestro Ordenamiento jurídico positivo. No es posible fijar con exactitud en qué consiste, bajo nuestro Derecho, una reestructuración, pues ni hay una definición legal de la misma ni siquiera existe un catálogo o nómina legal general de operaciones que deban ser encuadradas o pudieran acogerse bajo ese descriptor.

La conclusión no debe suscitar extrañeza si se tiene presente que se trata de una categoría conceptual que viene ganando terreno en las últimas décadas por mor del protagonismo que, en el tráfico económico en general, y en el funcionamiento de las sociedades o en la solución de los concursos de acreedores en particular, vienen adquiriendo los estudios económico-financieros o contables, de los que, sin lugar a dudas, procede ese concepto. Este fenómeno de importación desde el mundo económico al jurídico resulta cada vez más frecuente en el Derecho patrimonial privado. Es más, no resulta en absoluto inusual

---

<sup>17</sup> O, más exactamente, tener una incidencia meramente nominal, pues tal vez no quepa descartar que se refieran a idénticas situaciones, si bien para perseguir diferentes objetivos: la legislación española (en especial en la filosofía de la redacción originaria de la Ley Concursal), para conseguir adelantar en el tiempo la declaración de concurso y evitar que esta llegue con un deudor en un estado de incapacidad de pago ya irreversible; la DRI, para demorar tal entrada en el procedimiento concursal procurando lograr una respuesta al problema con antelación. En relación con esta controversia, presente ya desde la publicación de la Propuesta DRI, v., en la doctrina española, entre otros, con opiniones no siempre coincidentes, ZABALETA, M., «La propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración preventiva: hacia un derecho comunitario de la preinsolvencia», RDCyP, n.º 27, 2017 (versión electrónica: LA LEY 6747/2017), pp.3-4; PULGAR, J., 2017, cit., pp.11-12; ROJO, A., «La propuesta de Directiva sobre reestructuración preventiva», ADCo, n.º 42, 2017 (versión electrónica: BIB 2017\12766), II.1 y IV.2; DE CÁRDENAS SMITH, C., 2018, cit., p.3; DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., nota 3; GÓMEZ ASENSIO, C., *Los acuerdos de reestructuración en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre marcos de reestructuración preventiva*, Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp.115-120.

José Carlos Vázquez Cueto

que el legislador mencione o tome como punto de partida una idea proveniente de aquel ámbito como si fuera por todos conocida, o tuviera un alcance jurídico preciso. Esto sería justamente lo que estaría sucediendo en los últimos años con el término *reestructuración*, que ya viene apareciendo en algunos campos normativos, generalmente como una panacea legislativa ante problemas de solvencia de los operadores sobre los que va a cernirse, pero sin que se ofrezca una definición precisa; antes bien, da la impresión de que su alcance depende muy en especial de la locución adjetival que acompaña al sustantivo en cuestión, circunstancia que no siempre se advierte debidamente. Puede hablarse así de una *reestructuración de empresas* (o de *empresarios/sociedades*) o de una *reestructuración de la deuda*. Valgan como ejemplos significativos a este respecto el propio Derecho preconcursal general o el Derecho pre o paraconcursal aplicable a las situaciones de crisis de las entidades especializadas en la operativa de los mercados financieros<sup>18</sup>.

La expresión *reestructuración de empresas* (o de *sociedades*) aludiría a una operación de *reorganización* interna de un patrimonio empresarial, con capacidad para incidir sobre la estructura básica o sobre la composición bien de cualquiera de las tres grandes masas que lo conforman, o de

todas ellas conjuntamente (el activo, el pasivo o el Neto), bien sobre la titularidad de la empresa o de partes significativas de la misma. Englobaría, pues, un abanico muy amplio de opciones, como la modificación del tipo o de la *lex societatis*, las operaciones de tomas del control y formación de grupos de sociedades, mediante la integración de varios titulares en uno solo o la transmisión por la entidad de sus activos (y, en su caso, pasivos) o de las cuotas de participación en su capital mayoritarias (en la práctica cotidiana, integradas todas ellas dentro de la categoría de las *“mergers & acquisitions”*, que vendrían a constituir, contablemente, *“combinaciones de negocio”* o actuaciones de *“control conjunto”* si el grupo va a ser por *coordinación*), o, simplemente, la reordenación del pasivo a través de la capitalización o conversión en deuda de otras características<sup>19</sup>. Como se observa, muchas de estas modalidades poseen una regulación específica más o menos detallada, buena parte de las mismas bajo el epígrafe de *“modificaciones estructurales”* objeto de la LME 3/2009, de 3 de abril, cuyo Preámbulo (I, 3) las define como *“aquellas alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad”*. Mas, pese a su extensión y variedad (modificaciones del tipo social o de la disciplina -transformaciones inter-

---

18 Respecto del primero de los ámbitos normativos, cfr. el RDL 4/2014, de 7 de marzo, *por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial*, y la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, del mismo nombre. O, en el ámbito de las entidades de crédito y de servicios de inversión, cfr. la Ley 11/2015, de 18 de junio, *de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión*. 19 V., a este respecto, la definición dada por NIGRO, A., 2019, cit. p.379, centrada en las operaciones que suelen acaparar el protagonismo en momentos de crisis empresarial en la realidad diaria: *“le operazioni destinate ad incidere sull’assetto organizzativo e finanziario di società di capitali in crisi, quelle che si chiamano ‘operazioni straordinarie corporative’ e che includono, da un lato, gli interventi sul capitale, e, dall’altro, le trasformazioni, le fusioni e le scissioni”*.

José Carlos Vázquez Cueto

nas o transfronterizas-, modificaciones traslativas en bloque, con desaparición o no de la entidad transmitente y canje o no de participaciones en la adquirente -fusiones, escisiones propias, totales o parciales, segregaciones, cesiones globales de activo y pasivo-), esta última categoría legislativa no llega a corresponderse con precisión con la *reestructuración empresarial*, pues ni alcanza a todas las personas jurídicas ni cubre objetivamente toda la fenomenología que esta parece pretender comprender.

La expresión *reestructuración de deuda* tendría un alcance más limitado. Quedaría ceñido a la operativa que tiene por objetivo fundamental cambiar la naturaleza, la composición o las condiciones del pasivo actual de una empresa. Por lo general ese cambio se aborda con un fin de saneamiento o alivio de la deuda, esto es, con la pretensión de reordenar la *estructura financiera* del deudor de modo que mejore su relación con los *Fondos Propios* (su ratio de apalancamiento) o con el *activo corriente* (en suma; un incremento de su *capital circulante neto*). En este último caso la *reestructuración de deuda* supondrá una ampliación del crédito disponible vía adelgazamiento de su *pasivo corriente* mediante el recurso a mecanismos más o menos sofisticados desde el ángulo de nuestro clásico Derecho de obligaciones: quitas, prolongación de los calendarios de amortización, conversión de la deuda por otro instrumento financiero de diferentes caracteres o naturaleza (capital *-debt-to-equity-swap-* o pasivo *-debt-to-debt-swap-*) o su canje por activos no financieros (*debt-to-assets-swap*). En otras palabras: representaría una *refinanciación*, que constituye una premisa indispensable para asegurar la continuidad de unidades empresariales con dificultades a atención de los compromisos de pago pero que se estimen económicamente viables. Aunque este hecho no significa que asegurar la

viabilidad de una empresa pueda representar su propósito con carácter excluyente, puesto que, en puridad, la *refinanciación* también podría perseguir simplemente una mera reprogramación de los pagos.

Parece por lo tanto evidente que nos hallamos ante figuras que se solapan parcialmente, pero que en modo alguno se identifican. No toda *reestructuración de empresas* implica una *reestructuración de deuda*, ni necesariamente (aunque sea lo normal) tiene que suceder al contrario. Y no en todo caso tales operaciones conducen a una *refinanciación* del pasivo, ni, cuando esta tiene lugar, no siempre se confía en la viabilidad o el mayor valor que una empresa en funcionamiento puede representar respecto del que proporcionaría su cese de actividad inmediato (en la presencia de un *going concern surplus*), por lo que puede efectuarse con un propósito meramente solutorio. A todo ello súmese que el saneamiento de la empresa o de su unidad productiva principal que suele constituir el punto de encuentro de estas tres figuras no siempre viene acompañada, en términos jurídico-formales estrictos, de un salvamento del empresario titular. A veces los distintos componentes de una empresa van a continuar cohesionados y organizados formando una unidad funcional, pero en manos de otro sujeto diferente. Incluso puede que su titular anterior se extinga o pierda su condición de empresario como consecuencia de la operación.

## 2. La reestructuración en la Directiva 2019/1023.

### 2.1. La amplitud de la definición del artículo 2.1.1).

El título de la DRI no califica formalmente el objeto de la reestructuración preventiva (*rees-*

José Carlos Vázquez Cueto

tructuración de empresas, reestructuración de la deuda) ni enuncia las operaciones respecto de las que, bajo ese descriptor, establece su marco protector. Pero tanto de su articulado como de su Preámbulo se coligen con aparente claridad una serie de conclusiones que pueden resultar bastante esclarecedoras a este respecto. A saber:

Para empezar, resulta obvio que cualquier conclusión acerca de este asunto debe partir de la "definición" que ofrece el art.2.1.1) DRI, a cuyo tenor:

*«reestructuración»: aquellas medidas destinadas a la reestructuración de la empresa del deudor que incluyen la modificación de la composición, las condiciones o la estructura de los activos y del pasivo o cualquier otra parte de la estructura del capital del deudor, como las ventas de activos o de partes de la empresa y, cuando así lo disponga la normativa nacional, la venta de la empresa como empresa en funcionamiento, así como cualquier cambio ope-*

*rativo necesario o una combinación de estos elementos»<sup>20</sup>.*

Como se observa, hay dos rasgos que destacan de esta definición. En primer lugar, que se centra en las consecuencias o efectos que desencadena sobre el sujeto afectado (*la modificación de la composición, las condiciones o la estructura de los activos y del pasivo o cualquier otra parte de la estructura del capital del deudor...*, así como *cualquier cambio operativo necesario o una combinación de estos elementos*) antes que en las operaciones que la conforman (no se consideraría por ello, una definición extensional). En segundo lugar, su enorme amplitud: comoquiera que el concepto se instrumentaliza en pos de una finalidad, consistente en provocar los efectos anteriormente mencionados (*aquellas medidas destinadas a la reestructuración de la empresa del deudor que incluyen...*), cualquier operación jurídica susceptible de alcanzarla podría ser encuadrada sin más, en línea de principio, bajo esa denominación y, en consecuencia, disfrutar del régimen excepcional

---

20 Tal "definición" se corresponde con la descripción que efectúa el Cdo.2, cuyo contenido ha ido siendo adaptado (de la Propuesta DRI al texto final) al de aquella, y con el que, por lo tanto, parece coherente proceder a una interpretación conjunta: *"La reestructuración debe permitir a los deudores en dificultades financieras continuar su actividad empresarial, en su totalidad o en parte, modificando la composición, las condiciones o la estructura del activo y del pasivo o de cualquier otra parte de su estructura de capital - en su caso mediante la venta de activos o de parte de la empresa o, cuando así lo prevea el Derecho nacional, de la empresa en su conjunto - así como realizando cambios operativos. Salvo que se disponga específicamente otra cosa en la normativa nacional, los cambios operativos, como la resolución o modificación de contratos o la venta u otra forma de enajenación de activos, deben cumplir los requisitos generales que establece la normativa nacional para tales medidas, en particular las normas de Derecho civil y de Derecho laboral. Toda conversión de deuda en capital debe cumplir asimismo las garantías previstas en la normativa nacional. Los marcos de reestructuración preventiva deben permitir, ante todo, la reestructuración efectiva de los deudores en un momento temprano y evitar la insolvencia, limitando así la liquidación innecesaria de empresas viables. Tales marcos deben ayudar a evitar la pérdida de puestos de trabajo y de conocimientos y competencias y maximizar el valor total para los acreedores - en comparación con lo que habrían recibido en caso de liquidación de los activos de la empresa o en caso de aplicarse la mejor solución alternativa en ausencia de un plan de reestructuración -, así como para los propietarios y para la economía en su conjunto"*

José Carlos Vázquez Cueto

en materia societaria establecido en la DRI.

Precisamente estos dos rasgos han llevado a alguna doctrina muy autorizada a sostener el carácter abierto e indeterminado del concepto de *reestructuración*. Desde luego, la terminología y sintaxis mismas del art.2.1.1) en su traducción española<sup>21</sup> [e incluso la alusión indeterminada que efectúa el art.8.1.g) i)<sup>22</sup>] pondrían claramente de manifiesto, aparte una escasa pulcritud en la redacción finalmente resultante (algo menos acusada en la Propuesta DRI<sup>23</sup>), una voluntad por no entrometerse en las vías mediante las que los Estados miembros puedan articular las reestruc-

turaciones. Baste con fijarse por un momento en la vaguedad de términos y expresiones como “*incluyen*”, “*cualquier otra parte*”, “*así como cualquier cambio*”, “*o una combinación de estos elementos*”, claramente connotativos de esa “neutralidad objetiva”; por no hablar de la acumulación de los términos “*composición*”, “*condiciones*” y “*estructura*”, que se exponen como copulativos, pero cuya semántica se solapa entre sí, pues la de unos forma parte (en su entendimiento coloquial, e incluso técnico-jurídico) de la de otros. De todo ello se extraería una indiferencia del legislador UE en relación con los cauces mediante los que articular la resolución de las dificultades financieras de las

---

21 La misma impresión causa, sin ir más lejos, la versión en lengua inglesa: “(1) ‘restructuring’ means measures aimed at restructuring the debtor’s business that include changing the composition, conditions or structure of a debtor’s assets and liabilities or any other part of the debtor’s capital structure, such as sales of assets or parts of the business and, where so provided under national law, the sale of the business as a going concern, as well as any necessary operational changes, or a combination of those elements;”.

22 Recuérdese que su art.8, pese a llevar por rúbrica “*contenido de los planes de reestructuración*”, no tiene otro objeto que prever las menciones que los Estados deberán contemplar como el material informativo mínimo a poner a disposición de las partes afectadas de cara a una propuesta de adopción o de confirmación por la autoridad correspondiente. Bien es cierto que entre esas menciones, como no podía ser de otro modo, se incluye la concreta operación a aprobar y e implementar, a la que se alude vagamente mediante una referencia a “*cualquier medida de reestructuración propuesta tal como se define en el artículo 2, apartado 1, punto 1*” [art.8.1.g) i)].

23 No puede dejar de destacarse que dicha definición difiere parcialmente de la contenida en la Propuesta DRI, conforme a la que se tenía por *reestructuración* la “*modificación de la composición, las condiciones o la estructura de los activos y del pasivo o cualquier otra parte de la estructura del capital del deudor, incluidos el capital social, o una combinación de estos elementos, incluidas las ventas de activos o de parte del patrimonio de la empresa, con el objetivo de permitir a la empresa continuar con su actividad en todo o en parte*”. También, paralelamente, el Cdo 2 de dicha Propuesta era de un tenor parcialmente distinto: “*La reestructuración debe permitir que las empresas que atraviesan dificultades financieras continúen sus actividades en todo o en parte mediante la modificación de la composición, las condiciones o la estructura de los activos y del pasivo o de su estructura de capital, también mediante la venta de activos o de partes de la empresa. Los marcos de reestructuración preventiva deben, ante todo, permitir a las empresas reestructurarse en una fase inicial y evitar la insolvencia. Dichos marcos deben maximizar el valor total para los acreedores, los propietarios y para la economía en su conjunto y deben evitar la pérdida innecesaria de puestos de trabajo y de conocimientos y competencias. Asimismo, debe evitarse la acumulación de préstamos no productivos. En el proceso de reestructuración, deben estar protegidos los derechos de todas las partes interesadas. Al mismo tiempo, las empresas no viables sin perspectivas de supervivencia deben liquidarse lo antes posible.*”

José Carlos Vázquez Cueto

sociedades. Sería *reestructuración*, en resumen, toda operación que afectase al patrimonio de la sociedad, bien sea únicamente al pasivo, al Neto o a su activo, o a algunas de ellas o a todas en conjunto, como, en este último caso, una enajenación global de la unidad productiva<sup>24</sup>.

Sin embargo, a nuestro modo de ver, sin dejar de reconocer tal amplitud, una interpretación sistemática y finalista del texto de la DRI impondría acotar el alcance y los caracteres distintivos de este concepto, al menos a los efectos de una eventual alteración de las competencias decisorias de la junta general de socios y del juego ciertos derechos individuales que nacerían de su ejercicio. Además, se trataría de una labor delimitadora que debería abordar directamente el legislador estatal, al menos en sus líneas esenciales. Con ello pretendo poner de relieve que no parecería casar bien con el espíritu de una Directiva UE (y así lo vendría a indicar el tono del art.32 DRI) ni resultaría, con probabilidad, eficiente, por incierto, que los legisladores estatales no concretaran, siquiera mínimamente, los caracteres o la tipología de operaciones respecto de los que podrían jugar las medidas excepcionales en materia societaria y dejaran esta cuestión mediante fórmulas genéricas que replicaran el contenido del art.12 o

de los Cdos.57 y 96 DRI a la apreciación discrecional que efectuara la autoridad “*administrativa o judicial*” a posteriori, en sede de confirmación de un plan o, en su caso, de resolución de un recurso contra su aprobación. Máxime cuando el propio marco normativo prevé que haya determinados efectos que deban activarse desde el primer momento mismo de planteamiento del plan, que se concibe además como una iniciativa a desarrollar, en principio, en un entorno extrajudicial.

Conviene reparar, en este sentido, en que la indiferencia tipológica que se predica abocaría a una delimitación del ámbito respecto del que el legislador estatal puede operar a fin de asegurar el cumplimiento de los mandatos comunitarios a un terreno inabarcable desde el punto de vista objetivo y, en consecuencia, bastante inseguro. Prácticamente cualquier decisión con incidencia patrimonial que fuera competencia de la junta general de socios podría llegar a adoptarse sin contar con la última (y soberana e ineludible) “palabra” de tal órgano, que quedaría, *de facto*, privado o sensiblemente afectado en sus atribuciones (legales y estatutarias) de esa índole. En el caso español, nos encontraríamos con unas limitaciones a la actuación de la junta general mucho más acentuadas si cabe que en la actual regulación

---

24 Sobre la amplitud de la definición, de la que derivaría esa indiferencia legislativa por el cauce empleado para lograr la reestructuración, v., entre otros, THERY, A., 2017, cit., pp.11-12; PACCHI. S.: «La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2019/1023 y su impacto en el Código de la Crisis y de la Insolvencia de Italia», en Candelario Macías y Pacchi (dirs.), *La directiva de la (UE) 2019/1023 sobre insolvencia (Estudios desde diferentes ordenamientos)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp.159-160 y 181; SPINDLER, G.: «The Restructuring Directive ((Eu) 2019/1023) and the German implementation», en *La directiva de la (UE) 2019/1023 sobre insolvencia (Estudios desde diferentes ordenamientos)*, cit., p.25; PULGAR, J., «Financiación preconcursal interna de empresas en reestructuración: régimen vigente y normas temporales COVID-19», RDCyP, nº 34, 2021 (versión electrónica: LA LEY 84/2021), pp.5, 7 13 y 16; ÁLVAREZ ALONSO, P., «Con la vista puesta en la Directiva de reestructuraciones: comparativa del derecho preconcursal holandés y el español», RDCyP, nº34, 2021 (versión electrónica: LA LEY 15413/2020), p.7.

del concurso de acreedores (cfr. art.127.3 TRLCO), con intervención o suspensión de las facultades patrimoniales del deudor (al menos, cuando el deudor no se halle en fase de liquidación).

Por otra parte, no parece cuestionable que la DRI (el criterio de proporcionalidad en la actuación legislativa de la UE sobre los Derechos estatales lo respaldaría) no pretende imponer todo un nuevo *Derecho de alarma societario en caso de preinsolvencia* (permítase la expresión), sino simplemente establecer determinadas medidas quirúrgicas, puntuales, llegada determinada situación y ante circunstancias muy concretas, con el exclusivo propósito de asegurar que la operación de que se trate no resulte abortada injustificadamente por los socios. Así parece desprenderse del sentido general de los arts.12 y 32 DRI (y de los Cdos.57 y 96), cuando se ordena a los Estados miembros establecer las medidas que se consideren indispensables para impedir que los socios torpedeen los planes de reestructuración.

De todo lo anterior se infiere que la amplitud deliberadamente buscada por el art.2 DRI pretendería, únicamente, no coartar la libertad de iniciativa de las partes interesadas para seleccionar el cauce que se estime idóneo en cada caso para la reestructuración. La mera constatación de la amplia fenomenología presente, derivada, sin ir más lejos, de la diversidad de sectores económicos a considerar, así como de la distinta estructura de control de cada deudor, avalarían este talante flexibilizador. Pero en modo alguno tal amplitud pue-

de suponer un salvoconducto para emprender (e imponer, si cabe) sobre la sociedad deudora, al amparo de este régimen verdaderamente convulsivo en materia societaria, cualquier operación de índole patrimonial, sea del contenido que fuere. De modo que sería conveniente matizar la afirmación sobre la indiferencia de que la operación afecte al pasivo, al activo o al Neto, o a todas o algunas de ellas, indistintamente. Parece claro que en este punto las tres masas patrimoniales no deben ser tratadas en igualdad de plano.

## 2.2. El fundamento de la Directiva.

Evidentemente, lo que sea reestructuración a estos efectos debe ir en consonancia con el fundamento de la DRI. En este sentido, el objetivo último del marco de reestructuración establecido consiste en permitir la solución a problemas de graves dificultades de las empresas que afectan a su capacidad para hacer frente a sus pagos, pero que desde un punto de vista operativo son o pueden llegar a ser viables (aunque el aseguramiento de tal viabilidad requiera en el momento en que se plantea de algunos reajustes<sup>25</sup>). En otras palabras: adelantarse a su insolvencia y lograr una reordenación de su estructura patrimonial que asegure su continuidad. Pero se trata de un marco normativo que se fija bajo una premisa: los acreedores van a tener que soportar un sacrificio habida cuenta de la situación que atraviesa la sociedad, razón por la que se procura una solución concertada en la que, en última instancia, puede que no queden *afectados* o ni siquiera presten su

---

25 Sobre la configuración de la viabilidad como una exigencia sine qua non, bien es cierto que no siempre evidenciable, cfr. arts.8.1 h) y 10.3; o Cdos. 3, 24, 26 28 y 57 DRI. En la doctrina, v. los comentarios, entre otros, de ZABALETA, M., 2017, cit., p.5; DE CÁRDENAS SMITH, C.,2018, cit., pp.6; VAQUERIZO, A., «La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (fresh money) en las reestructuraciones preconcursales», ADCo, n°48, 2019 (versión electrónica: BIB 2019\7156), pp.29 y 41.

José Carlos Vázquez Cueto

conformidad la totalidad de las clases de acreedores (no tiene por qué ser un cauce *universal* en cuanto a su vinculación, ni colectivo en cuanto a su adopción, en el sentido empleado por los arts.598 y 604 TRLCo), pero en todo caso al menos se va a requerir la aceptación de una parte mínima de ellos [art.11.1 b) DRI]. Quiere decirse, por lo tanto, que la operación bajo la que se dicta ese marco tuitivo debe llevar consigo, sin duda, una *reestructuración empresarial*, pero solo en la medida en que conlleve asimismo una *reestructuración de la deuda* encaminada a su saneamiento, de la que emerja una *refinanciación* que arregle el problema de solvencia y apuntale la subsistencia de la empresa de cara al futuro [arts.1.1 a) y 4.1 DRI]<sup>26</sup>.

En consecuencia, se ha de perseguir esa trilogía de efectos en cadena. Lo que permite identificar un núcleo irreductible y esencial en el diseño de la operación, sin cuya presencia no cabe hablar de *reestructuración preventiva* a estos efectos:

tiene que tratarse de una maniobra de desapalancamiento o aligeramiento del pasivo que lastra la solvencia de la entidad, esto es, del *pasivo financiero o estructural*<sup>27</sup>. Con ello no pretende negarse la posibilidad de que se acojan a este marco (es más, será lo normal) operaciones compuestas, articuladas por un conjunto de medidas individualizables, dependientes entre sí jurídica o económicamente, que afecten no solo al pasivo preexistente, sino también, simultáneamente, al activo, a la composición o estructura del Neto (de ahí la referencia al cambio que afecte al "*pasivo o a cualquier otra parte de la estructura de capital del deudor*"<sup>28</sup>), e incluso a la explotación ordinaria del objeto social, que incide directamente sobre el pasivo operativo. Pero siempre tendrá que producirse, cuanto menos, ese efecto desatascador de la deuda que se empleó para financiar el *inmovilizado* de la empresa y que ahora ahoga financieramente a la sociedad.

Esta conclusión descarta del objetivo de la DRI

---

26 Cfr. igualmente, en apoyo de estas aseveraciones, los Cdos.1, 3, 4, 22, 24, 28, 57 DRI.

27 En este sentido, con mayor detalle, THERY, A., 2018, cit., pp.18-19; y, del mismo autor, 2019, cit., pp.3-4 y 22. En opinión de PULGAR, J., 2021, cit., pp.13 y 16 en cambio, esa amplitud final de la definición denotaría una flexibilidad mayor, bajo la que cabrían, por ejemplo, operaciones que solo alterarían la composición del activo societario o que no incidieran necesariamente sobre el pasivo ya existente, al objeto de procurar la entrada de nueva liquidez.

28 Hay que hacer notar que la expresión "*estructura de capital*", de ascendencia económico-financiera, más que propiamente jurídica, engloba toda la financiación propia y el pasivo que necesariamente debe verse afectado por la reestructuración, esto es, la financiación ajena de la sociedad empleada para la inversión en el *inmovilizado* de la empresa con vencimiento (en todo o en parte) a largo plazo (en este sentido, aunque recalando en especial el carácter a largo plazo de la deuda, PULGAR, J., 2017, cit., p.14; THERY, A., 2019, cit., pp.2-3; GÓMEZ ASENSIO, C., 2019, cit., p.114). Naturalmente, hay muchas operaciones que pueden afectar combinadamente al pasivo y al Neto; pero, sin duda, la de mayor relevancia a estos efectos (y la que parece tomar la DRI como prototipo) es la consistente en una recapitalización de créditos, por conversión de la deuda en acciones o participaciones de la sociedad deudora (v., así, por todos, SCHMIDT, K., «Reestructuración empresarial: ¿una cuestión de derecho de sociedades o una materia de derecho concursal?», RDCyP, n° 31, 2019 (versión electrónica: LA LEY 8298/2019), pp.4-5.

José Carlos Vázquez Cueto

y, por lo tanto, de su marco protector (incluida la recepción por el Derecho español de excepciones a las reglas de competencia y funcionamiento de las juntas generales, de haber sido preciso), los planes que desemboquen, exclusivamente, en (algunos o todos) los siguientes efectos:

i). La reordenación del Neto social: las partidas del Neto “estabilizadas” pertenecen a los *Fondos Propios* de la sociedad, a la financiación otorgada u obtenida por los socios. Pues bien, las operaciones que únicamente vaya encaminadas a reorganizar dichas partidas del Neto, sin incremento ni disminución patrimonial, e incluso las que lleven

consigo un fortalecimiento de los recursos propios, sean o no indistribuíbles, no dejan de ser lícitas, obviamente, pero no se ven concernidas por el marco normativo tuitivo de la DRI. Téngase sin ir más lejos en cuenta, en el último de los supuestos citados, que aun cuando llegara a ser admisible que ese robustecimiento efectuado por los propios socios (o por “nuevos terceros”; a modo de deuda participativa) fuera decidido por sujetos diferentes de aquellos que deben efectuar las correspondientes aportaciones, en modo alguno podría venir impuesto a cada uno de estos últimos sin su consentimiento<sup>29</sup>.

---

29 Por ejemplo: una reducción de capital por pérdidas resultaría irrelevante al objetivo propuesto. O un aumento de capital con cargo a reservas. Y otro tanto sucedería, por ejemplo, con un mero aumento de capital con aportaciones de los socios dinerarias o no dinerarias, pero de elevada liquidez, previa reducción de capital o no; o con un aumento con una prima de emisión suscrita por (todos o algunos) socios anteriores íntegramente; o con la realización por los socios (cuenta nº118 del PGC) de aportaciones suplementarias “a fondo perdido” no integrantes del capital. En estos últimos supuestos es evidente que se mejora la financiación propia de la entidad y con ello puede incluso fortalecerse su *fondo de maniobra* (y corregirse eventuales desequilibrios en su *estructura operativa*), hasta el punto de hacer salir a la sociedad de la crisis de solvencia que atraviesa o de los resultados de explotación negativos que podían poner en duda su rentabilidad (aunque también es cierto que tal vez ni siquiera lograra atajar con carácter permanente el problema de fondo consistente en un nivel de apalancamiento estructural desmesurado e insostenible, lo que podría provocar de nuevo tensiones de tesorería relevantes tarde o temprano). Pero, a lo que en este momento interesa destacar, lo cierto es que no se trataría de operaciones que justificaran, de por sí, la implantación de este marco excepcional de actuación societaria. Distinta podría ser la respuesta si se plantearan como un instrumento de refinanciación complementario o preliminar de una reestructuración del pasivo, en cuyo caso la adopción del acuerdo en sí podría encuadrarse entre las medidas aptas para disfrutar del favorable régimen de la DRI, si bien, por llevar consigo nuevas contribuciones de los socios, su ejecución requeriría en todo caso de su consentimiento. Así, por ejemplo, podría llevarse a cabo por los socios una aportación de recursos no integrantes del capital -en concepto de prima de emisión de nuevas acciones, o a *fondo perdido*- al objeto de ser empleados sin solución de continuidad para satisfacer parte del pasivo a más corto plazo; esa estrategia (que sería alternativa en este punto a una adquisición directa y personal de la deuda por ellos) podría colocarles *in the money* y permitirles conservar plena o parcialmente el control sobre la entidad (operaría como *new value exception*; v., en relación con esta idea, por todos, VATTERMOLI, D., cit., pp.866-867). Bien es verdad que, inmersa en un plan acogido a la DRI, requeriría, bien del acuerdo de todas las clases de *partes afectadas* (parece que todos los acreedores lo serían, de un modo de otro, lo que conduciría a observar las cautelas del art.10 DRI -*best interest* por encima de todas- si hay acreedores disidentes), bien de una imposición

José Carlos Vázquez Cueto

ii). La obtención de liquidez mediante “*la venta de activos o de partes de la empresa*”. Indiscutiblemente, un cauce para salir de la apurada situación financiera de la sociedad puede consistir en allegar recursos mediante la enajenación directa de activos a cambio de dinero o de activos de sencilla liquidación y conversión a efectivo. Pero no parece que una actuación que conduzca, únicamente, a tal resultado pueda venir impuesta por acreedores sin contar, siquiera, llegado el caso, con la aprobación de los socios en el supuesto de que, por Ley o por estatutos sociales, llegara a ser preciso. En cualquier caso, y en relación precisamente con esto último, conviene aclarar que, aunque tal enajenación se combinara o formara parte de una operación de mayor alcance que afectara asimismo al pasivo (por ejemplo, porque consistiera en una dación *en o para* pago a determinados acreedores, o porque el producto de la enajenación se utilizara para aligerar de manera inmediata el pasivo, de acuerdo con la prelación que se estableciera, en todo caso conforme a Derecho) debido a las circunstancias y los objetivos que se persiguen con la DRI, su sujeción a su marco normativo parece imponer dos limitaciones insoslayables:

En primer lugar, deberá tratarse de activos o de lotes de activos (“*partes de la empresa*”) *no esenciales* para la continuidad de la actividad empresarial, pues tal continuidad exige una cohesión

de sus elementos fundamentales, que deben permanecer unidos, sea en manos de los socios o acreedores, sea en manos de terceros postores aun en la hipótesis de que se hubiera optado por una liquidación del deudor. Ello llevaría, en el caso español (salvo disposición estatutaria que alterara la distribución competencial corporativa, y sin perjuicio de las consecuencias de la entrada en juego de las “*instrucciones*” o “*autorización*” de la junta general ex art.161 LSC) a un maridaje casi imposible entre la aplicación de la exigencia contenida en el art.160 f) LSC (que solo entra en escena ante la enajenación de “*activos esenciales*”; en lo demás es competencia de los administradores) y el marco normativo de la DRI, que de suyo requiere que la enajenación no incumba a tales “*activos esenciales*”.

En segundo lugar, conviene destacar que, al margen de la incidencia que esta operación tenga sobre el tema de la distribución de competencias entre los órganos societarios, el legislador UE cuida mucho de que el marco de reestructuración no sirva como pretexto para alterar las reglas de juego competencial y atribuya al deudor o a los acreedores ventajas regulatorias injustificadas frente a sus competidores. Justamente, el campo en el que estas prerrogativas se antojarían injustificadas, por mucho que la situación del deudor y la conveniencia de asegurar la continuidad de la actividad sean valores al alza y predominantes en

---

por la autoridad (a modo de cram-up) apoyada, cuanto menos, en la conformidad de al menos una de ellas (de las que se encuentren *in the money*) en los términos en que se recojan los mandatos del art.11.1 b) DRI, con la satisfacción de la *regla de prioridad* correspondiente [relativa, o, excepcionalmente, *absoluta*, ex art.11.1 c) y 11.2 DRI]. Sobre la posibilidad de que la DRI permita a los socios conservar el control de la entidad, incluso mediante su imposición a algunas clases de acreedores, v. por todos, en la doctrina española, THERY, A., 2017, cit., p.26; y, del mismo autor, 2019, p.35; DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., §49; sobre la conveniencia de permitir soluciones de este tipo, especialmente en PYMES con una fuerte vinculación de los socios mayoritarios en la gestión cotidiana de la sociedad, v., por todos, MOKAL, R. y TIRADO, I., «Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring», *Eurofenix*, 2018-19 (accesible en file:///C:/Users/USUARIO/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdge-

José Carlos Vázquez Cueto

preinsolvencia, sería el de la realización de operaciones de tráfico como la que ahora se contempla. Es cierto que la ya mencionada vaguedad de la redacción del art.2.1.1) DRI no deja caramente al descubierto esta exigencia, pero una mera lectura del Cdo.2 (como se ha dicho, contemporáneo, en la redacción final, a la de aquel artículo), debe abocar a una interpretación teleológica y sistemática, de acuerdo con la que tales enajenaciones debieran llevarse a cabo conforme a la disciplina “común” u ordinaria que les resultaría aplicable, por así decirlo, “*in bonis*”, salvo que una específica disposición legal estatal lo dispusiera en otro sentido<sup>30</sup>.

iii). La realización de “*cambios operativos*”. Según la exégesis que parece predominar, y que a mi modo de ver resulta, incuestionablemente, las más racional, finalista y atenta a la evolución legislativa de la disposición que se analiza, con esta expresión pretende hacerse alusión a operaciones que persiguen una modificación de las condiciones bajo las que se vienen desarrollando las operaciones continuadas ordinarias para la explotación del objeto social. Así, el adjetivo vendría a corresponderse con el pasivo contraído en el curso ordinario de los negocios de la sociedad,

que, como se ha aclarado, debiera generar resultados positivos, pues se parte de la premisa de que la empresa es viable y debe seguir siéndolo (o de que puede no serlo puntualmente, pero es susceptible de convertirse en rentable con solo abordar pequeños retoques en su cuenta de ingresos y gastos de explotación)<sup>31</sup>. En otras palabras, se trataría de la resolución de contratos con proveedores y trabajadores y celebración de otros en su sustitución, del otorgamiento de contraavalúes, etc.<sup>32</sup>.

A nadie escapa que esta última salvedad constituye con relativa asiduidad un *príus* de indispensable satisfacción antes de plantear cualquier medida de mayor enjundia con incidencia, al menos, sobre el *pasivo estructural* del deudor. Por eso la evolución del texto de la DRI muestra esa flexibilización hacia la admisión expresa de este tipo de operaciones (que la Propuesta DRI no mencionaba siquiera<sup>33</sup>), siempre, eso sí, que sean “necesarios” (atendiendo al objetivo último pretendido) y, por supuesto, se articulen no como actuaciones aisladas, sino como adicionales o auxiliares de las que han de comprender los planes de reestructuración *stricto sensu*.

---

30 Así, por todos, GARCIMARTÍN, F., 219, cit., p.9. Recuérdese (*supra*, nota 20) la salvedad introducida por el Cdo.2 en este aspecto.

31 De ahí precisamente las alusiones que se contienen en la DRI a la “recuperación” de la viabilidad de la empresa, o a la admisión de medidas que resuelvan situaciones de dificultades “no financieras” (vgr.: Cdos.3 y 28).

32 THERY, A., 2017, cit., p.2; aunque destaca que existe una limitación implícitamente impuesta por el texto final de la DRI, a tenor de la evolución registrada desde los primeros pasos en su tramitación legislativa: la liberación por la sociedad de compromisos contraídos por terceros. En el mismo sentido, v. TOLLENAAR, N., «The European Commission’s Proposal for a Directive on preventing restructuring proceedings», *Insolvency Intelligence*, vol. 30, 2017, p.67.

33 Sobre la evolución de la DRI en este extremo pueden consultarse dos obras de THERY, A., redactadas bajo la Propuesta DRI y ante el texto finalmente aprobado, respectivamente: 2017, cit., p.12; y 2019, cit., p.2. V. asimismo, las opiniones expresadas por VAQUERIZO, A., 2019, cit., pp.29-30.

José Carlos Vázquez Cueto

Cabe destacar que, a diferencia de lo que parece constituir pauta común en la enajenación de activos, en el caso de los “cambios operativos” no resulta en absoluto infrecuente que haya determinadas iniciativas cuya correcta adopción e implementación requieran normalmente de la conformidad de la junta general de socios, bien por implicar eventualmente modificaciones de los estatutos sociales, bien por la envergadura económica que puede terminar poseyendo<sup>34</sup>, bien, sobre todo, por la condición de las contrapartes afectadas, factor este último especialmente relevante en las sociedades de responsabilidad limitada, en las que el cerramiento y la acusada carga de personalización legalmente permitida suelen dar cobijo a un modo de explotación de las actividades ordinarias en la que resulta habitual la participación a título particular -transaccional, no posicional, en términos de los arts.190.3, 228 c) LSC- de socios (normalmente de control), de administradores o de allegados de ambos (cfr. arts.162 y 220,; y, también para las sociedades anónimas, arts.190, 229, 230 y 231-bis LSC). Es posible, pues, que se esté en presencia de operaciones respecto de las que los Derechos estatales hubieran de intervenir adoptando medidas que impidieran que, en un momento dado, todo el plan de reestructuración se fuera al traste por la negativa de socios a aprobar estos cambios o por las consecuencias ruinosas que podría provocar el nacimiento de determinados derechos individuales de estos a raíz de su adopción por la junta general (vgr.: un derecho de separación de los socios no conformes). Sin embargo, tal intervención podría considerarse desechada por la DRI, si se entiende que la expresa limitación

introducida en el texto final de su Cdo.2, extensible igualmente, como se ha expuesto, a la venta de activos, conforme a la que “[S]alvo que se disponga específicamente otra cosa en la normativa nacional, los cambios operativos, como la resolución o modificación de contratos o la venta u otra forma de enajenación de activos, deben cumplir los requisitos generales que establece la normativa nacional para tales medidas, en particular las normas de Derecho civil y de Derecho laboral”, entrañaría una apuesta por la no sujeción de estos “cambios” a las medidas excepcionales requeridas por los arts.12 y 32 DRI<sup>35</sup>. No se olvide que, en definitiva, aunque la decisión societaria se encuadre en el apartado temático de la composición de las relaciones competenciales entre los órganos sociales, no deja de constituir en muchos casos una declaración de voluntad negocial (resolutoria, novatoria, etc.) vinculante *ad extra*, ante terceros, aun a falta de la pertinente ejecución y formalización, en su caso, por los administradores, máxime cuando las contrapartes sean sujetos que puedan estar u ocasionar la presencia de un conflicto de intereses con la sociedad. Sería un cauce, pues, para procurar que la deudora no dispusiera de mecanismos de adopción de decisiones unilaterales de alteración de relaciones con terceros menos exigentes o rigurosos que los requeridos al resto de operadores del tráfico.

### 2.3. Reestructuración versus liquidación.

La reestructuración preventiva se concibe en todo momento como un escenario alternativo a la liquidación de la empresa, que pudiera tener

34 Téngase presente que el hecho de que el “cambio operativo” sea puntual y no constituya la causa fundamental de la crisis que atraviesa la sociedad no implica que desde el punto de vista jurídico pueda considerarse una alteración “menor” o que por su trascendencia no requiera de la aprobación de la junta general de socios.

35 En esta línea argumental, entre otros, THERY, A., 2019, cit., p.37; GARCIMARTÍN, F., 2019, cit., p.9.

José Carlos Vázquez Cueto

lugar dentro de un procedimiento concursal o incluso (como *liquidación societaria*) antes de su inicio. La liquidación no es un remedio subsidiario al que conduce indefectiblemente la norma si no hay acuerdo (la falta de acuerdo conduciría, a buen seguro, a un procedimiento concursal, de cuya solución -es verdad que probablemente liquidatoria- no se ocupa en puridad la DRI), ni puede conformar el plan de reestructuración. Es, simplemente, la solución racional y apropiada cuando se advierta que la empresa no es económicamente viable; o que puede serlo en mayor medida, pero en manos distintas de los actuales interesados<sup>36</sup>. Hipótesis ambas que también quedan fuera de campo de actuación de la Directiva, por más que se manifieste la conveniencia de que la liquidación de unidades empresariales no viables no se retrase en el tiempo más de lo preciso (Cdo.3).

Es cierto que ese escenario de liquidación sobrevuela continuamente el planteamiento y desarrollo del plan de reestructuración, pues la eventualidad de que este no sea completamente consensual (y haya *afectados* no conformes con el plan) impone la confrontación con el mismo (y con, en este caso sí, el mejor remedio, de reestructuración o no, alternativo a la confirmación del plan: Cdo.2 in fine, y 52<sup>37</sup>) y la superación del test del “*interés superior de los acreedores*” en relación con cada uno de los disidentes [arts.2.1.6), 10.2 d) y 11.1 a) DRI]. Incluso la eventualidad de que los socios sean tratados [art.2.1.2) DRI] como una categoría más de los acreedores denota con claridad la influencia del factor liquidatorio sobre la negociación y adopción de un plan de reestructuración.

Quiere decirse con ello que el marco de reestructuración no está pensado para amparar operaciones de enajenación de la totalidad de los activos de la empresa a quien ofrezca las mejores condiciones (sea seleccionado, *stricto sensu*, tras una subasta al *mejor postor* o, como admite nuestra legislación procesal, por cualquier otro cauce apto para el apremio), al objeto de liquidar el pasivo con lo obtenido (hasta donde alcance según la prelación legal que corresponda). Y esta conclusión juega ya se enajene la empresa de forma disgregada, por lotes o como tal unidad productiva en funcionamiento.

Sin perjuicio de lo anterior, hay que precisar que el hecho de que la liquidación de los activos constituya un planteamiento opuesto no significa que quede fuera del contenido de un plan de reestructuración preventiva toda enajenación de determinados activos o incluso del conjunto de la empresa. En este punto convendría, cuanto menos, intentar aclarar algunas ideas y eventuales contradicciones que aparentemente podrían derivarse del texto de la DRI, sobre todo de su definición de “*reestructuración*” tras las modificaciones introducidas desde la Propuesta DRI hasta el texto finalmente aprobado. Adviértase, a este respecto, que tanto en el art.2.1.1) como en el Cdo.2 del texto vigente se recalca que la operación amparada por el marco establecido por la DRI puede tener por objeto (en los términos que antes se explicaron) “*las ventas de activos o de partes de la empresa o, cuando así lo disponga la normativa nacional, la venta de la empresa como empresa en funcionamiento*”<sup>38</sup>. Lo que de manera inmediata suscita dos interrogantes:

36 En este sentido, GARCIMARTÍN, F., 2019, cit., p.10.

37 Sobre la introducción de esta otra alternativa (REAL: *returns in realistic alternative*) a la liquidación en la aplicación de la regla *best interest of creditors*, v., por todos, MOKAL, R. y TIRADO, I., 2018-19, cit., pp.2-3.

38 En la redacción del art.2.2) Propuesta DRI no se incluía esta referencia a la venta de la empresa en funcionamiento. Antes al contrario, se recalca el objetivo final de “*permitir a la empresa continuar con su actividad en*

José Carlos Vázquez Cueto

a) ¿hasta qué punto la venta de partes de la empresa o de determinados activos aislados, pero de especial valor, no puede comprometer el logro del objetivo de saneamiento pretendido por la DRI; b) si las dos alternativas anteriormente consideradas se disponen realmente como excluyentes (reestructuración o liquidación) o si, por el contrario, una fórmula de reestructuración preventiva puede consistir en asegurar la continuidad de la empresa bajo una titularidad completamente distinta. El primer interrogante ya ha sido objeto de análisis en el apartado II.2.2. Nos ocupamos ahora del segundo.

En realidad, la duda que hace plantear esta segunda cuestión puede provenir de una idea que muchos Ordenamientos jurídicos estatales (y, entre ellos, el español) se han ocupado de desterrar, en una clara demostración de pragmatismo y de concesión a la realidad económica de los acontecimientos más que a la apariencia jurídica: me refiero a la existencia de una correlación rígida e indisoluble entre, por un lado, solución convenida-salvamento de empresas y, por otro lado, solución liquidatoria-cierre de empresas (cfr. sin ir más lejos, nuestros arts.215-224 TRLCo, aplicables en cualquier estado del procedimiento concursal). La continuidad en el funcionamiento de las unidades productivas es indiferente a la respuesta que finalmente se otorgue a la situación de insolvencia (o de preinsolvencia), pues puede asegurarse en ambos escenarios, convenido o liquidatorio. Y, naturalmente, en ambos contextos cobra sentido

únicamente en la medida en que la empresa como conjunto tenga perspectivas de viabilidad. De lo contrario, habría de tratarse de una venta *en globo* de un conjunto de elementos, mínimamente organizados o no, pero sin visos de entrar o mantener su funcionamiento ordinario como tal.

Sentado lo anterior, habrá que realizar un esfuerzo por identificar un rasgo distintivo entre la enajenación de la unidad productiva en conjunto dentro de un marco de reestructuración amparado por la DRI y la que pudiera tener lugar en un escenario (irreconciliablemente opuesto, como se ha dicho) liquidatorio. De lo contrario, se acabaría por desdibujar por completo el planteamiento de fondo prístino de la disposición normativa; sería tanto como *arrojar la toalla* en el intento por fomentar la reorganización del deudor y entregarse a una solución pragmática, pero que difícilmente justificaría el catálogo de medidas sustantivas y formales que conforman el marco establecido en su articulado; la liquidación concursal no sería la válvula final a la que en todo caso podría acudir el deudor de no ser posible una reestructuración al amparo de la DRI; sería, antes bien, la solución a evitar *a toda costa*, aunque ello implicara incurrir finalmente en una suerte de “liquidación preconcursal”<sup>39</sup>.

Tal elemento diferenciador parece poder hallarse en la condición del destinatario o adquirente de la empresa. Así, la viabilidad que requiere la DRI como exigencia innegociable de su marco

---

*todo o en parte*”, inciso suprimido en el texto final. Precisamente sobre esa base afirmaba THERY, A., (2017, cit. pp.12-13) que la disposición de la UE situaba un “límite expreso” en la venta de todo el patrimonio, pues se trataba de “rescatar a la entidad deudora como persona jurídica”. En una dirección parecida, aunque con un sentido crítico, v. también TOLLENAAR, N., 2017., cit., p.67.

<sup>39</sup> Hay que reconocer, con todo, que en esa línea de extremo pragmatismo (aunque en el marco de un procedimiento concursal ya iniciado) se movería el 11 USC Chapter 11 estadounidense (indiscutible antecedente material de la DRI, como ya se ha apuntado), cuando distingue (*subchapter* II, §1123), como vías para la *reorganization*,

José Carlos Vázquez Cueto

de reestructuración habría de examinarse bajo la idea implícita, conforme a una perspectiva económica, del mantenimiento de la titularidad de la unidad productiva “en las mismas manos”. Bajo este axioma subyacente, será viable a efectos de la DRI la empresa que puede arrojar resultados de explotación positivos para quienes en el momento presente están implicados en su funcionamiento cotidiano como fórmula de recuperación y rentabilización de la inversión efectuada en el mismo, esto es, manteniendo en sus líneas esenciales la “estructura de capital” actual, aun con las modificaciones en su composición o condiciones que haya sido preciso acometer para salir de las dificultades económicas<sup>40</sup>. Si tal estructura representa una losa que lastra la rentabilidad del negocio, de tal manera que sin aquella la unidad productiva puede seguir funcionando, aprovechando de un modo eficiente (al menos en parte) sus activos inmateriales y proporcionando resultados po-

sitivos (o si puede proporcionarlos en una cuantía superior, a modo de *extra going concern surplus*), o si la coyuntura no permite en ese instante abordar procesos de adquisición por las “partes afectadas”<sup>41</sup>, pero sí por terceros ajenos (o lo permite, pero con un porcentaje de recuperación de los derechos de cobro menor), la solución debiera ir por el camino de la liquidación con enajenación al tercero que ofrezca el precio más elevado o las mejores condiciones. Una liquidación inmersa en un procedimiento concursal o no, pero en todo caso fuera del marco diseñado por la DRI. Repárese en que, de admitirse una enajenación de la empresa como unidad funcional a un tercero completamente ajeno al círculo de afectados bajo el paraguas protector de la DRI, podría terminar por dinamitarse todo el juego (y el equilibrio) de intereses y poderes del marco normativo establecido, sustentado inicialmente sobre una prelación entre las “partes afectadas”, especialmente en de-

---

entre, por un lado, la enajenación de toda la empresa “among those having an interest in sich property of the estate” (a.5.D) y, por otro lado, que el plan pueda “provide for the sale of all or substantially all of the property of the estate, and the distribution of the proceeds of such sale among holders of claims or interests” (b.4). Además, de trata de la exégesis seguida por buena parte de la doctrina europea. V., en este sentido, por todos, MAROTTA, F., «L’armonizzazione europea delle discipline nazionali in materia di insolvenza: la nuova Direttiva europea riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e le misure volte ad aumentare l’efficacia delle procedure di ristrutturazione», *Crisi d’impresa e Insolvenza*, 17 de abril de 2019 (disponible en [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)), pp.9-11: PACCHI, S., «La ristrutturazione dell’impresa come strumento per la continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023», *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2019-6, pp.4-5. Contrario sería el parecer de FRASCAROLI, E. («Note critiche sui piani attestati tra nuove opportunità, direttiva UE 2019/1023 e inadeguatezza del codice della crisi», *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2020-5, pp.1 y 5-6) para la que la DRI se hablaría en línea con la regulación italiana contenida en el *Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza*, cuyo *Strumenti negoziali stragiudiziali* (art.56) no contemplaría un contenido liquidatorio como el que supondría la enajenación a un tercero de la unidad productiva.

40 V., en una línea de argumentación semejante, THERY, A., 2017, cit., nota 64; y, del mismo autor, 2019, cit., pp.8-9. Sobre esta contraposición entre liquidación y reestructuración, en relación con la Propuesta DRI, v. asimismo, TOLLENAAR, N., 2017, cit., pp.71-72.

41 Una descripción de los factores que pudieran hacer más conveniente la liquidación, en vez de la reestructuración, puede verse en DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., nota 72.

José Carlos Vázquez Cueto

trimento de las de inferior rango. De modo que la enajenación de la empresa que contempla el art.2.1 DRI no debería representar un giro copernicano en la filosofía de “rescate de deudores” que inspira esta disposición normativa de la UE, sino un remedio alternativo más a través de la que llevarla a buen término.

En consecuencia, el mantenimiento de las unidades empresariales viables que persigue la DRI, y que fundamenta el catálogo de medidas protectoras de la reestructuración, habría de pasar por un saneamiento de los deudores, antes que de las empresas en sí, que pueden encontrar otra vía independiente de salvación a través de la liquidación de la masa activa. Ahora bien, la perspectiva económica desde la que debe analizarse la realidad y su prevalencia sobre consideraciones fundadas exclusivamente en aspectos jurídico-formales llevaría a considerar que lo determinante, a estos efectos, no consistiría tanto en que la unidad empresarial (y, por lo tanto, sus activos y pasivos) se mantuvieran bajo la titularidad formal del mismo empresario, de la sociedad de capital en lo que nos ocupa. En un escenario de crisis, inevitablemente comparable con el de una liquidación, es preciso reequilibrar los intereses en presencia y el poder decisorio sobre el futuro de la empresa. De ahí que el protagonismo deje de ser en exclusiva de los socios y pese a ser igualmente, o excluyentemente, según la gravedad de la situación y el nivel de endeudamiento, de los acreedores, en especial de los que ha financiado el *activo inmovilizado* de la sociedad (normalmente, a largo plazo) y ven realmente peligrar la recuperación de sus inversiones (si el negocio en sí es viable, los acreedores *a corto* no padecerán tanto la crisis). Y de ahí asimismo que, a la hora de contemplar una salida a la amenaza a la insolvencia que pase por la reestructuración del deudor, el texto final de la DRI haya ampliado su campo de acción para

contemplar como alternativa (junto con otras medidas de refinanciación que aseguren tal viabilidad) la venta de la unidad productiva (o cualquier otra forma de enajenación conjunta, como su aportación al capital de otra sociedad, la cesión *en o para* pago, etc.) en favor de tales acreedores (en este caso, sin tener por qué excluir sus pasivos) o de entidades constituidas y (o) controladas por ellos (o por estos y los socios, en forma de *newco*). Al cabo, el *control* en las circunstancias actuales (bajo el paradigma de la DRI) y el *riesgo* sobre la empresa no cambian, aunque desde el punto de vista jurídico la operación suponga una modificación diametral de tales extremos.

Esto sentado, la ampliación del contenido apto para conformar un plan de reestructuración ha sido llevada a cabo por la DRI con suma cautela. El legislador UE parece haber sido consciente de la posible presencia de normas estatales que mantengan una rígida incompatibilidad entre la enajenación de la unidad empresarial y el mantenimiento del control sobre tal unidad, en términos jurídico-formales, por parte de la sociedad deudora *stricto sensu*. Por ello el art.2.1 DRI admite esta vía “*cuando así lo disponga la normativa nacional*”. Una expresión que debiera interpretarse, a mi modo de ver, de manera mucho más restrictiva que en el caso de la venta de activos aislados o en lotes o de los “*cambios operativos*”. En este caso no se trataría de una serie de operaciones puntuales y complementarias al plan de reestructuración que podrían distorsionar el mercado en competencia de poder realizarse bajo una regulación que particularmente las favoreciera. Nos hallaríamos ahora ante el contenido nuclear de un plan de reestructuración, el que realmente verificaría la consecución de su objetivo de salvamento y continuidad de la empresa. De ahí que en este caso la sujeción a la normativa común pudiera resultar a todas luces improcedente, si se considerara la

José Carlos Vázquez Cueto

solución que mejor aseguraría la viabilidad de la unidad empresarial. Por este motivo, la previsión por la normativa nacional debe limitar su significación, textualmente, a que la legislación estatal no prohíba tal tipo de enajenación fuera del procedimiento concursal. Así lo corroboraría el Cdo.2 DRI, también modificado en su redacción final en este punto, que distingue con claridad la respuesta a los supuestos de ventas aisladas de activos o “cambios operativos” (“[S]alvo que se disponga específicamente otra cosa en la normativa nacional, ... deben cumplir los requisitos generales que establece la normativa nacional para tales medidas, en particular las normas de Derecho civil y de Derecho laboral”) de los de enajenación de la empresa en su conjunto (simplemente dice “cuando así lo prevea el Derecho nacional”). Una vez autorizada la enajenación en esta tesitura (la legislación española no la prohíbe, aun cuando en estos momentos no establezca ninguna medida específica que la incentive, como sí sucede, al menos en parte, en caso de concurso: arts.221-224 TRLC<sup>42</sup>), debieran adoptarse las medidas indispensables para evitar que una resistencia injustificada de todos o algunos socios pudiera torpedear esta operación [lo que enlazaría directamente con la enervación de la exigencia del art. 160 f) LSC].

De cuanto se expone podrían derivarse a su vez dos conclusiones muy relevantes en la tarea de concretar las operaciones que pueden acogerse al régimen del marco de reestructuración de la DRI:

- En primer lugar, si el encuadramiento de la enajenación de la unidad productiva en dicho marco normativo imperativo depende a la postre de la condición del adquirente (y, por lo tanto, de la manera como se selecciona) y, en particular, de su ascendencia con los socios y acreedores que conservan algún valor sobre la empresa dadas las circunstancias (los *stakeholders*; en principio, solo los que se hallan *in the money*, al surgir la crisis de solvencia o precisamente a raíz del plan), la aplicación de medidas encaminadas a impedir la obstaculización por los socios de los planes de reestructuración y, por ende, la eventual derogación puntual, en extremo, del requisito de la existencia de un acuerdo de la junta general, recaerá solo sobre las enajenaciones de empresas en favor de dichos *tenedores de intereses*, no de otros sujetos. Para estos últimos, por ejemplo, no cabría excluir la aplicación del mandato del art.160 f) LSC. Otra cosa es que tal operación se plantee en un escenario de liquidación concursal, preparado *ad hoc* con suficiente antelación y anunciado desde la misma solicitud de concurso (el bautizado como *prepack*, implementado actualmente por la vía del art.530 LSC), sobre el que cabe entender que las cautelas establecidas precisamente con la atribución de la competencia sobre la enajenación de “*activos esenciales*” a la junta general no deben jugar, pues se hallan sobradamente aseguradas con el procedimiento y la disciplina ínsitas en tal liquidación concursal<sup>43</sup>.

- En segundo lugar, si la DRI admite que la reestructuración empresarial pase por la transmi-

---

42 Tal vez debiera hacerlo, tanto por lo que hace a la asunción del pasivo por el adquirente (es de suponer que tal asunción debiera constituir contenido natural de una enajenación de empresa llevada a cabo en el marco de un plan amparado por la DRI) como en lo referente al cambio *ope legis* en la posición jurídica de los contratos en curso afectos a la continuación de la actividad (como establece el art.222 TRLCO, en concurso).

43 De hecho, de seguirse la interpretación que propongo, el *prepack*, concebido como una enajenación de la empresa al mejor postor, no podría plantearse bajo el imperio de la DRI (o sus normas estatales de incorporación)

José Carlos Vázquez Cueto

sión de la titularidad del derecho de explotación de la unidad productiva, aunque sea a determinados acreedores (y, si acaso, socios), dejando al empresario transmitente vacío, no se ven motivos para que el marco normativo no ampare igualmente otras operaciones que pueden conducir a idéntico resultado final, aunque jurídicamente presenten diferencias de relieve: las modificaciones estructurales, sobre todo las traslativas (internas o transfronterizas) reguladas por la LME (fusiones, escisiones *propias*, escisiones *impropias* o segregaciones, operaciones “asimiladas”, cesiones globales; fusiones transfronterizas, si vienen acompañadas de medidas que aligeren el *pasivo estructural* de la empresa)<sup>44</sup>, así como otras pertenecientes al catálogo (atípico e innominado como tal en nuestro Derecho privado) de *fusiones y adquisiciones*: canjes de valores (o de participaciones sin forma de representación) de la sociedad deudora por los de otra entidad (se adquieran los de aquella originaria o derivativamente), *compras de capa*, *ventas-fusión*, cesiones parciales de activo y

pasivo, escisiones y transformaciones transfronterizas en el territorio de la UE (cuya regulación se halla ahora pendiente de incorporación a nuestro Ordenamiento -hasta el 31 de enero de 2023- en virtud de la modificación introducida en la Directiva 2017/1132/UE, de 14 de junio por la Directiva 2019/2121/UE, de 27 de noviembre), operaciones transfronterizas extracomunitarias, etc. Además, serían admisibles bajo el amparo de la DRI con independencia de la posición que ocupara la sociedad en situación de preinsolvencia, como mera “participante” (incluso a extinguir) o como beneficiaria de la operación. En este sentido, no hay resquicio en la DRI que dé lugar a colegir que los planes de reestructuración (y, por lo tanto, las medidas que derogan o matizan la competencia de la junta general de socios para la entidad en preinsolvencia) no sean también aplicables a tales operaciones o, en particular, a las modificaciones estructurales, internas o transfronterizas<sup>45</sup>; antes al contrario, la referencia en el Cdo.96 DRI a que “[T]ambién pueden ser necesarias excepciones al

---

como una operación de *reestructuración*. Desde luego, parece que solo desde la perspectiva de que, como proclama, la DRI, si la empresa no es viable en las manos actuales, debe liquidarse cuanto antes (cfr. Cdo.3), podría afirmarse que el *prepack* (que se implementa hoy en día en España, precisamente, por la vía enfrentada de la liquidación concursal) resulta respetuoso o consecuente con el espíritu de la DRI.

44 Repárese en que, tras pasado todo el pasivo, bastaría, a estos efectos, con que el nivel de recursos propios de la sociedad adquirente absorbente o su *activo corriente* fueran suficientes como para mejorar la ratio de apalancamiento o el *fondo de maniobra* de la empresa, respectivamente. Mayores problemas podrían suscitar las modificaciones traslativas de todo el patrimonio que implicaran un canje de cuotas representativas del capital social de las sociedades implicadas, por lo que respecta a la eventualidad de que el patrimonio neto de la sociedad deudora fuera negativo. En ese caso habría que procurar la evitación del canje mediante una previa capitalización de los créditos por participaciones en el capital de la sociedad deudora o, si acaso, a través del recurso a la autocartera. Sobre las funcionalidades y riesgos de una modificación estructural traslativa realizada como remedio preventivo de la insolvencia, en general, puede consultarse, por todos, a PÉREZ TROYA, A., «Reestructuraciones, modificaciones estructurales y concurso de acreedores», RDCyP, n° 24, 2016 (versión electrónica: LA LEY 108/2016), pp.3-7.

45 En este sentido, v., entre otros, PULGAR, J., 2017, cit., p.3; PÉREZ TROYA, A., «La Directiva sobre transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas: Una primera aproximación, con particular referencia a la tutela

José Carlos Vázquez Cueto

*Derecho de sociedades cuando el plan de reestructuración establezca...la reducción del importe de capital suscrito en caso de que se traspasen partes de la empresa” parece constituir una velada alusión a operaciones de escisión parcial. Además, tal dato sí que se extrae con nitidez de la lectura de la Directiva 2017/1132, en cuyo Título II (“transformaciones, fusiones y escisiones de la sociedad de capital”) se dictan preceptos para las modificaciones transfronterizas [arts.86-bis.4 a), 120.5, 160-bis] que autorizan a los Estados miembros a no aplicar sus requisitos imperativos para llevar a cabo tales operaciones cuando las sociedades “sean objeto de procedimientos de insolvencia o marcos de reestructuración preventiva”. Sin perjuicio de la significación de esta dispensa (sobre la que se abundará en el apartado III siguiente), es evidente que el legislador UE (en dos disposiciones normativas contemporáneas en su redacción vigente en la actualidad) parte de la base de que estos marcos resultan o pueden llegar a resultar aplicables a tales operaciones.*

### III. LA TRASLACIÓN AL DERECHO ESPAÑOL DEL MARCO NORMATIVO DE LA DIRECTIVA.

#### 1. Presentación: el panorama normativo que se presenta ante el legislador español.

Las reflexiones anteriormente efectuadas dejan el estado de la cuestión relativo a la incorporación de la DRI al Derecho español, en especial en materia de atribución de competencias decisorias a la junta general, ante un panorama ciertamente peculiar y en alguna medida, muy disperso. Ante todo, hay que tener en cuenta que el amplio alcance objetivo de la DRI permite acoger bajo su seno (en solitario, o englobadas junto a otras) a operaciones de muy variadas características y naturaleza jurídica, no todas las cuales están reguladas por Ley o, cuando lo están<sup>46</sup>, son competencia de la junta general tanto en las sociedades anónimas como en las de responsabilidad limitada. En un esfuerzo por sistematizar la materia, podría afirmarse que, dejando aparte el tema de los nombramientos, censura o cese de administradores (y auditores de cuentas, en su

---

de los socios», RDS, n° 58, 2020 (versión electrónica: BIB 2020\9270), p.39. Por su parte, THERY (2018, cit., pp.12-13; y, del mismo autor, 2019, cit., pp.22-23) señala incluso que estas operaciones pueden facilitar una estratificación más equitativa y eficiente de los acreedores, tanto de los existentes a la fecha de inicio de las negociaciones como de los que aporten *nueva financiación*; en esta dirección, describe la funcionalidad de estas operaciones como vía para obtener una *subordinación estructural* de la deuda.

<sup>46</sup> No entro en las competencias estatutarias ex art.160 j) LSC ni en el eventual juego del art.161 LSC. Solo debe aclararse que el régimen excepcional que prevé la DRI en relación con las competencias de la junta y los derechos de los socios que se plantean en su seno incluyen todo tipo de decisiones, como independencia de la fuente de su legitimidad (ley o estatutos sociales) y de su valor o fuerza coercitiva (meras recomendaciones, autorizaciones o decisiones en firme a ejecutar por los administradores).

José Carlos Vázquez Cueto

caso<sup>47</sup>), el legislador español (señaladamente en el art.160 LSC) reserva tal competencia a la sociedad *in bonis* respecto de los asuntos que tienen que ver más directamente con su pervivencia y configuración o con aspectos fundamentales de su estructura patrimonial (modificaciones estatutarias financieras y estructurales). Pero también, y aun ocasionalmente, la competencia se extiende a determinados extremos pertenecientes a la gestión empresarial cuya especial delicadeza recomienda que no puedan ser decididos por el órgano de administración (por su envergadura -art.160 f) LSC- o por la condición de las contrapartes -arts.107, 140, 146, 162 y 220, 230 LSC-). Para la mayoría de los enunciados sí que habrá que actuar sobre el margen de decisión soberano de la junta general (y sobre determinados derechos individuales de socios): aumentos y reducciones de capital en sus distintas modalidades, emisión de deuda convertible en capital o de deuda con participación en los beneficios, modificaciones estructurales, autorizaciones para la transmisión derivativa de acciones o participaciones a determinados sujetos cuando la Ley o los estatutos restrinjan la transmisibilidad, concesión o renovación de contraavales a socios, administradores o personas allegadas de estos últimos, disolución y liquidación "societarias" (que, cuando no pudie-

ran impedir la implementación de los planes, sí que podrían entorpecerlos sensiblemente). Como se adelantaba en el apartado I.2, el alcance distorsionador de la DRI sobre el Derecho de Sociedades español puede ser bastante elevado.

A partir de ahí, es posible profundizar aún más en esta disección del problema acudiendo a doble matización, cuyo análisis debe plantearse sucesivamente:

Por una parte, será preciso identificar aquellas operaciones amparadas por la DRI que cuentan con una regulación UE de armonización. Bien entendido que, como ya se expuso al comienzo del trabajo, las que no provengan del cumplimiento de mandatos UE pueden ser reguladas por el legislador español con mayor margen de actuación, no sin ponderar adecuadamente la atención de la exigencia comunitaria con el respeto de derechos fundamentales con respaldo constitucional, como el de propiedad, de tutela judicial efectiva, de libertad de empresa, o de asociación. Otro tanto vendría a acontecer con las que resulten atípicas en este momento<sup>48</sup>, para las que el legislador español habría de cubrir la eventualidad de que, por estatutos sociales, se atribuyera alguna competencia decisoria a la junta general. Sea como fue-

---

47 En mi opinión estos supuestos quedarían englobados dentro de los "cambios operativos", admisibles como parte de planes de reestructuración cuando fueran "necesarios", pero sujetos, salvo que el propio legislador estatal dicte una regla contraria, a la normativa común, como se apuntó, *supra*, II.2.2. Otro tanto sucedería con ciertas modificaciones estatutarias no financieras (vgr.: supresión de privilegios o de derechos de participación sobre los beneficios de terceros, cambios puntuales del objeto social, etc.). Lo que debería arrastrar tras de sí, en su caso, los eventuales derechos de separación que pudieran reconocerse por Ley o por estatutos sociales a raíz de algunos de esos acuerdos.

48 En realidad, no serían muchas, porque los arts.160 f) y, más aún en el caso de las cotizadas, 511-bis LSC, harían que buena parte de las operaciones que no cuenten con una regulación específica quedaran cuanto menos subsumidas dentro de competencias más generales de la junta general: vgr.: cesiones parciales de activo y pasivo, ventas-fusión. Pero se trataría del caso, por ejemplo, de determinados canjes de valores.

José Carlos Vázquez Cueto

re, el caso es que la DRI vendría a provocar una ampliación del ámbito normativo armonizado en el territorio de la UE para las sociedades, aunque pudiera decirse que por una vía subrepticia, toda vez que no se trata en propiedad de una Directiva encaminada directamente a la regulación del Derecho de Sociedades de capital.

Por otra parte, habrá que fijarse en si aquellas operaciones que cuentan con una disciplina armonizadora comunitaria han sido o no específicamente incluidas por el art.32 DRI en la lista de decisiones exentas de la aplicación de tal disciplina [recuérdese: las que se contienen en los arts.58.1, 68, 72, 73, 74, 79.1 b), 80.1 y 81 Directiva 2017/1132]. Ni que decir tiene que la situación en que quedarían las “olvidadas” por el art.32 DRI sería particularmente peliaguda.

## 2. Las operaciones de reestructuración, la disciplina societaria europea de armonización y la dispensa de su aplicación.

### 2.1. Consideraciones preliminares.

Un repaso detenido por la legislación comunitaria en materia de sociedades revela el carácter fragmentario de los esfuerzos de armonización legislativa realizados por la UE desde su fundación. Dejando a un lado el paquete de iniciativas culminadas en relación con las sociedades cotizadas (que enfocan la regulación más con un enfo-

que propio de la protección de la transparencia y la simetría informativa en los mercados de valores que puramente societario)<sup>49</sup>, esos esfuerzos se concentran en la actualidad en dos disposiciones normativas, que vendrían a representar una división de la materia en dos grandes partes: una, la regulación jurídico-contable, que aglutinaría las cuestiones referentes a la preparación del contenido de los documentos contables individuales y consolidados y a su verificación (lo que, en sus inicios, se conocieron como la Cuarta, Séptima y Octava Directivas), hoy consolidadas en la Directiva 2013/34, de 26 de junio de 2013 (junto con la Directiva 2006/43, de 17 de mayo de 2006, sobre determinados aspectos relativos al ejercicio de la actividad de auditoría de cuentas); dos, la regulación jurídico sustantiva dedicada a la constitución de sociedades de capital y a la publicidad de sus actos, a su capital social y su doble función protectora de socios y acreedores, y a ciertas modificaciones estructurales internas y transfronterizas, contenidas originariamente en diversas Directivas (de las que destacaban la Primera, la Segunda, la Tercera, la Sexta, la Décima, la Undécima y la Duodécima), hoy consolidadas en la Directiva 2017/1132, de 14 de junio de 2017. Al margen de estas disposiciones los Derechos estatales regulan a discreción, con lo que sus eventuales exigencias relacionadas con la decisión de la junta general sobre un determinado asunto y el devengo de derechos individuales de los socios (vgr., en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, la autorización de la junta para la transmisión de participaciones sociales sometida

---

49 Con todo, no deja de haber aspectos que pueden verse “salpicados” por este “tsunami” normativo que representa la DRI; por ejemplo, los arts.9 y 11-12 Directiva 2004/25, de 21 de abril, *relativa a las ofertas públicas de adquisición*, por lo que se refiere al papel de las juntas generales en la fijación de medidas anti-opa a iniciativa del órgano de administración y en la neutralización de tales medidas ya preestablecidas, cuando la sociedad *target* cotizada esté sujeta al plan de reestructuración y este consista en el trasvase del control de la entidad.

José Carlos Vázquez Cueto

a restricciones en cuanto al adquirente, ex art.107 LSC; o la asistencia financiera en favor de socios o administradores, ex art.162 LSC) habrán de verse matizadas o, si es preciso, recortadas por completo con ocasión de planes de reestructuración amparados por la DRI. Una consecuencia que representará, *de facto*, una ampliación del grado de armonización del Derecho de Sociedades de capital de la UE, bien es cierto que ceñido a medidas puntuales y aplicable únicamente en ese particular escenario de preinsolvencia de la sociedad.

Antes de centrar la atención en los epígrafes que siguen a la disciplina establecida por la Directiva 2017/1132, es preciso destacar que la regulación de carácter contable no ha sido objeto de atención por la DRI. Es evidente que los planes de reestructuración versan sobre aspectos sustantivos que deberán tener un reflejo en la contabilidad de la sociedad y en sus cuentas anuales, pero no se ha estimado preciso prever para la misma medidas especiales que faciliten la adopción e implementación de tales planes, probablemente por considerar que los aspectos recogidos en la Directiva 2013/34 no versan tanto sobre el proceso de la toma de decisiones por las sociedades como sobre aspectos de carácter técnico-contable concernientes a la estructura de los documentos y la información que deben proporcionar una vez acometidos, en consonancia con el carácter estático y retrospectivo que por lo general se predica de este caudal informativo. Así que en nada pueden incidir sobre la frustración de aquel objetivo sustantivo. Si que cabría realizar, con todo, dos puntualizaciones:

- Que la Directiva 2019/1023 sí que contiene una referencia a la norma contable en un extremo concreto: la fijación por los Estados miem-

bros de lo que deben considerarse *microempresas, pequeñas y medianas empresas* [art.2.2 c) y Cdo.18], a cuyo efecto los criterios del art.3 Directiva 2013/34 se han dejado como meramente orientativos<sup>50</sup>.

- Que la amplitud con que se contempla el conjunto de medidas conducentes a la reestructuración de deudores en crisis no permite descartar (más bien al contrario) la posibilidad de que eventualmente se haga preciso contar con el acuerdo favorable de una junta general de socios en algún extremo de carácter jurídico-contable a fin de que el plan pueda implementarse en su integridad. De hecho, no son pocas las ocasiones en que el legislador español prevé la aprobación o presentación del balance de ejercicio que conforma las últimas cuentas anuales como base para la adopción de otra serie de acuerdos estrechamente vinculados con la implementación de planes de reestructuración. Así, por ejemplo, para la fusión y la escisión en sus distintas modalidades (arts.36-37 y 73 LME); o para una reducción de capital por pérdidas (art.323 LSC) que pueda formar parte de una operación acordeón. Pero, con alguna excepción (vgr.: la salvedad del “*cambio operativo*” consistente en una sustitución de los auditores de cuentas de la entidad, sujeto por lo tanto al art.37 de la Directiva 2006/43), se trata de exigencias estatales que no provienen de mandatos comunitarios y respecto de las que, en consecuencia, puede disponer la norma de incorporación de la DRI. Aparte de que en estos supuestos la referencia al balance aprobado correspondiente al último ejercicio se prevé únicamente como solución alternativa a la preparación y aprobación de otro, *ad hoc*, para la operación en cuestión; aprobación que también se vería afectada por los mandatos de la DRI.

---

50 Cfr. *supra*, nota 13, sobre estos criterios y la aplicación de la DRI a las PYMES.

José Carlos Vázquez Cueto

## 2.2. La regulación sobre la “estructura de capital”; en particular, los aumentos y reducciones del capital social.

La regulación concerniente a la cifra de capital social y la satisfacción de sus funciones en relación con socios y acreedores sociales sí que ha focalizado la preocupación de la DRI. No en balde se trata de las decisiones más intrínsecamente encuadrables dentro de planes de reestructuración de la deuda empresarial, por su virtualidad invasiva no solo del neto del balance social, sino también de sus otras dos grandes masas patrimoniales: el activo y, por lo que ahora más interesa, el pasivo. Con todo, conviene aclarar que la disciplina armonizadora no cubre todos los aspectos en los que es preciso acudir a una decisión de la junta general de socios. O, al menos, no lo hace con carácter coercitivo, o no respecto de todos los tipos sociales capitalistas. Al objeto de sistematizar adecuadamente el estudio, parece oportuno establecer dos grandes apartados: el relativo a los aumentos y reducciones de capital, o, más ampliamente, a las alteraciones en la “estructura de capital”; y el atinente a las modificaciones estructurales. Ahora se analiza el primero.

La Directiva 2017/1132 únicamente regula las modificaciones estatutarias que afectan a la cifra del capital de las sociedades anónimas. Deja fuera a las sociedades de responsabilidad limitada, que el legislador español somete a un régimen análogo, aunque divergente en algunos aspectos especialmente delicados que tienen que ver directamente con la tutela de los socios minoritarios (ese sería el caso, por ejemplo, del respeto del principio de paridad, que en estas últimas requiere del consentimiento individualizado de cada socio, en vez del acuerdo de la mayoría de afectados de las anónimas: cfr. arts.68.3, 74 y 81 Directiva

2017/1132, frente a los arts.292, 293 y 338 LSC). Por lo demás, el ámbito de armonización, en lo que resulta afectado por las decisiones assemblearias, se limita, por lo que respecta a los aumentos de capital social en las sociedades anónimas, a la decisión en sí de aumentar (art.68) o de reducir (art.73), con independencia de la modalidad y la finalidad perseguida, y al régimen del capital autorizado así como al reconocimiento del derecho de suscripción preferente de los socios en los casos de aumento con cargo a aportaciones dinerarias (art.72); exigencias estas últimas del aumento que se extienden, eso sí, a la emisión de valores que otorguen derecho a suscribir acciones, como sería el caso de las obligaciones convertibles o de los derechos de opción de compra (arts.68.4 y 72.6), pero no, por no afectar inmediata o mediamente a la cifra de capital, a la emisión de otros instrumentos de deuda (aunque formen parte de la “estructura de capital” a que se refiere el art.2.1 DRI), sea para sustituirlos por deuda preexistente, sea para constituir deuda *ex novo*.

La confrontación de este ámbito armonizador con el contenido del art.32 DRI (que modifica el art.84.4 Directiva 2017/1132), revela con claridad que el alcance dispensatorio de este último artículo coincide con aquel en lo referente a los aumentos y reducciones de capital. En este sentido, la UE permite que, en la medida en que se estime indispensable para el logro de sus objetivos, los Estados eximan a las sociedades del cumplimiento de las exigencias relativas a las decisiones de aumentar y reducir, sean tomadas por el conjunto de los socios o, además, solo por los accionistas negativamente afectados por la medida. Tal es el alcance de las referencias a los arts.68, 73, 74, 79.1. b) 80.1 y 81 Directiva 2017/1132, los tres últimos partiendo de una distinción entre una amortización de las acciones directa o una reducción previa adquisición de autocartera, que en nues-

José Carlos Vázquez Cueto

tro Derecho carece de relevancia a estos efectos, pues en todo caso la retirada o eliminación de las acciones, con independencia del método empleado para ello, ha de provocar reducción del capital. De igual modo, también se exime, si resulta preciso al objetivo pretendido, del régimen del reconocimiento del derecho de suscripción preferente y su exclusión (art.72 Directiva 2017/1132). Por lo que los Estados van a poder disponer de las herramientas precisas para adaptar los mandatos de la DRI sin contradecir los previamente formulados en otras disposiciones comunitarias.

Caso diferente será, en cambio, el de la emisión de obligaciones participativas (art.406.2 LSC). O el de las adquisiciones de acciones propias que pueda llevarse a cabo sin intención de amortización y reducción de capital (arts.60 y 63 Directiva 2017/1132) o la asistencia de la sociedad emisora para la adquisición por un tercero (art.64 Directiva 2017/1132). Estos últimos negocios pueden ser útiles como complemento de un plan de reestructuración que pretenda poner el control, en exclusiva o en parte, en manos de los acreedores, como alternativa al aumento de capital. Pues bien, el mandato de requerir una decisión de la junta general de los arts.60.1 a) y 64.3 Directiva 2017/1132 (extensible a los casos de negocios

de aceptación en prenda -art.66- o realizados por persona interpuesta, señaladamente otras sociedades dependientes de la emisora, ex art.67) no ha sido recogido por el art.32 DRI para aquellos supuestos que no lleven consigo una inmediata amortización y reducción del capital (art.80.1), con lo que la incorporación de los mandatos de los arts.9-12 DRI podría ocasionar, en línea de principio, un dilema, toda vez que no parece posible atender las exigencias de una Directiva (la DRI) sin hacer caso omiso de los de otra (Directiva 2017/1132)<sup>51</sup>. Dicho problema parece, con todo, quedar resuelto por la propia DRI, cuyo Cdo.96 no dejaría resquicio a la duda en torno a la preponderancia de sus reglas sobre cualesquiera otras dictadas por la UE que pudieran contradecirlas. Así se desprendería de afirmaciones como “[L]a eficacia del proceso de adopción y ejecución del plan de reestructuración no debe verse comprometida por el Derecho de sociedades”, o “[L]os Estados miembros deben disponer de un margen de apreciación para determinar qué excepciones son necesarias en el contexto del Derecho de sociedades nacional para aplicar de manera efectiva la presente Directiva”, que recalcarían el carácter meramente enunciativo de las referencias concretas a los preceptos de la Directiva 2017/1132 efectuadas por el art.32.

---

51 Podría esgrimirse que el carácter de ley posterior de la DRI vendría a servir implícitamente de autorización para la inaplicación de las exigencias comunitarias que sea menester en relación con la eventual obstaculización por los socios de las operaciones de reestructuración. Pero no parece que esa sea la respuesta al problema, porque no representa en absoluto la filosofía normal de actuación del legislador UE (en el que se suele acudir al mecanismo de la específica previsión de derogaciones y referencias cruzadas entre Directivas, al objeto de evitar cualquier malentendido). Aparte de la endeblez intrínseca de este argumento, que se desvanece en cuanto haya una modificación posterior de la Directiva más antigua que mantenga formalmente los preceptos supuestamente derogados. Sin ir más lejos, durante el mismo 2019 se introdujeron modificaciones de la Directiva 2017/1132 que mantuvieron incólumes los preceptos que, en línea de principio, podrían resultar incompatibles con la pretensión del art.12 DRI y, sin embargo, no están incluidos en la restrictiva lista del art.32.

José Carlos Vázquez Cueto

Naturalmente, hubiera carecido de sentido que el art.32 DRI consintiera a los Estados miembros establecer excepciones a la necesidad de acuerdos de la junta general o al reconocimiento del derecho de suscripción preferente en aumentos de capital (o emisión de valores que a la larga otorguen el derecho a suscribir) en supuestos en los que tal exigencia no hubiera venido a su vez propiciada por un mandato comunitario previo. Así sucedería, por ejemplo, con una operación que suele representar un cauce idóneo en muchos casos para la reestructuración: el aumento por compensación de créditos, en especial el que sucede a una reducción de capital por pérdidas en el marco de una *operación acordeón*. Conviene recordar que el art.343.2 LSC no hace distinciones en torno al tipo de aumentos de capital cuando exige, en todo caso, que se respete el derecho de suscripción preferente de los socios cuando la previa reducción deje el capital a cero o por debajo del mínimo legal, lo que conduce a añadir a los aumentos por compensación, cuando formen parte de un *acordeón* de esta índole, una prevención que, con carácter general, no existe en un aumento aislado con esa misma finalidad (art.301 LSC)<sup>52</sup>. Empero, se trata de una prevención sin ascendencia en el Derecho UE, por lo que el legislador español tendrá el camino expedito para su supresión (con las reservas ya planteadas, en todo caso, en relación con el respeto de derechos de los socios con ascendencia constitucional). Ese debe ser el sentido en el que interpretar la referencia de los Cdos.2 y 96 DRI a la “*conversión*

*de deuda en capital*” y, en particular, en el primero de esos considerandos (dedicado a la definición de “reestructuración”) a que tal operación “*deba cumplir asimismo las garantías previstas en la legislación nacional*”. So pena de ser considerada una perogrullada completamente innecesaria, o una contradicción insalvable, parece que con esa declaración (que no se incluye en el articulado y, por lo tanto, no integra una norma jurídica *stricto sensu*) simplemente se permite recordar que, para que una medida tan relevante en punto a la reestructuración de la deuda empresarial, conforme a los objetivos de la DRI, pueda llevarse a cabo, va a ser preciso que los legisladores estatales flexibilicen sus exigencias en una materia escasamente armonizada por la UE (más allá del mandato de acuerdo de la junta general para aprobar la operación; y sin tener en cuenta el vacío normativo del Derecho UE en este punto respecto de las sociedades de responsabilidad limitada), si es el caso de que las posean (como el español). Se trata, por lo tanto, más de una advertencia que de una conminación a los Estados.

### 2.3. Las modificaciones estructurales y otras operaciones catalogadas como “fusiones y adquisiciones”.

El caso de las modificaciones estructurales resulta bastante más complejo, pues a la diversidad de regulaciones en función del tipo social (las internas siguen ancladas en la concepción originaria de la Segunda Directiva UE, ceñida a las

---

52 Manifiesto así mi conformidad con buena parte de la doctrina: v., por todos, en relación, en concreto, con los expedientes preconcursales, RECALDE, A., «Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deuda en capital», ADCo, nº33, 2014 (versión electrónica: BIB 2014\2571) p.12 (nota 23); THERY, A., 2019, cit., p.15; DÍAZ MORENO, A., 2020, cit., nota 26. Aunque también hay voces autorizadas que sostienen que tal derecho debe reconocerse en general en los aumentos de capital por compensación de créditos: por todos, IRIBARREN, M., «Saneamiento financiero de las sociedades mercantiles y deberes de fidelidad de los socios», RDCyP, nº 28, 2018 (versión electrónica: LA LEY 19383/2017), pp.12-13.

José Carlos Vázquez Cueto

sociedades anónimas; las transfronterizas, tras la reforma operada por la Directiva 2019/2121, ya recogen mandatos para anónimas y limitadas), se unen otros tres factores susceptibles de complicar la cuestión:

- Que la UE solo contempla parcialmente esta fenomenología. Por lo que concierne a las internas, solo regula las fusiones y las escisiones totales (no así las escisiones *propias* parciales ni las segregaciones) y algunas de sus operaciones "asimiladas" (cfr. la cesión global de patrimonio al socio único del art.110, incorporado a nuestro art.53 LME), así como las homónimas transfronterizas, junto con la escisión *propia* parcial, la segregación transfronterizas y la transformación o traslado internacional del domicilio<sup>53</sup>. Quiere decirse que hay operaciones que en la LME (señaladamente, la cesión global de activo y pasivo o las escisiones parciales y segregaciones internas) o en la práctica financiera pudieran considerarse *fusiones y adquisiciones* o *modificaciones estructurales*, en un sentido más o menos amplio, para las que los legisladores nacionales deben contemplar las medidas excepcionales dispensatorias de los eventuales acuerdos de la junta general que pudieran ser precisas (vgr.; para eludir los arts.73 -que remite al art.40- y 87 LME) "al descubierto"; esto es, sin amparo en un mandato previo de la UE. Bien entendido que la disciplina de las eventuales operaciones de aumento y reducción de capital que deban abordar las sociedades como consecuencia de este tipo de modificaciones se remite a lo establecido

aisladamente para ellas por la propia Directiva 2017/1132, en su Título II, con el amparo que al respecto proporciona el nuevo art.84.4, en la redacción introducida por el art.32 DRI.

- Que, en el caso de la adopción e implementación de las modificaciones transfronterizas, será preciso tener presente tanto la adaptación que efectúe el Estado de origen de la operación como el de destino. Ello resulta susceptible de alentar una suerte de *forum shopping* que rodea el asunto de una serie de incertidumbres en torno al régimen aplicable, en especial en las facetas que, según se están destacando, se hallan fuera de la armonización comunitaria.

- Que, salvo las transformaciones y las operaciones que deriven en una sociedad de nueva creación, estas modificaciones implican a dos o más sociedades preexistentes. Todas ellas, dejando la salvedad de las sociedades beneficiarias de cesiones globales [en la medida en que puedan eludir el art.160 f) LSC] o de las operaciones "simplificadas" por la existencia de una relación de control entre ellas o la pertenencia directa o indirecta a un socio común (cfr. arts.49-52 LME), deben acudir a solicitar la aprobación de sus respectivas juntas de socios. Naturalmente, las medidas excepciones previstas por los arts.12 y 32 DRI se refieren solo a la(s) sociedad(es) deudor(as) del plan de reestructuración de que se trate, no a las restantes.

Pues bien, en su modificación del art.84 Di-

---

53 Cabe destacar que la Directiva 2019/2121 no regula la escisión transfronteriza, en sus diferentes modalidades, por absorción, sino solo la que tiene como beneficiaria a una sociedad de nueva creación. Al respecto, explicando los motivos e inconvenientes que ello suscita, v., por todos, PÉREZ TROYA, A., 2020, cit., pp.14-15.

José Carlos Vázquez Cueto

rectiva 2017/1132, el art.32 DRI omite referencia alguna a estas operaciones de modificaciones estructurales (alguna alusión puede observarse, como se dijo, en el Cdo.96). Y ello pese a que su regulación específica sí que contempla por lo general la obligación de someter la decisión en cada una de las sociedades afectadas a la conformidad de su junta general o a determinadas “juntas especiales”<sup>54</sup>. La explicación debe hallarse en las especiales circunstancias en que se dicta la disciplina UE de este tipo de operaciones. Una disciplina en la que descuella de nuevo la diferencia sustancial entre las transfronterizas (objeto de una reciente renovación normativa por la Directiva 2019/2121, aprobada próxima al Brexit y, en cualquier caso, posterior a la DRI, y que, como se ha apuntado ya, debe ser transpuesta también en una fecha más lejana: 31 de enero de 2023) y las internas, sometidas desde hace décadas a una regulación poco receptiva aún con el Derecho de las reestructuraciones (*rectius*, de la preinsolvencia). Unas diferencias que, como se observará, bien pudieran (y debieran) ser eliminadas por el legislador español de una sola “tacada”, aprovechando la incorporación de la DRI<sup>55</sup>. A saber:

En el supuesto de las modificaciones transfronterizas, se autoriza a que las normas armonizadas establecidas por los Estados no se apliquen “a las sociedades que sean objeto de procedimientos de insolvencia o marcos de reestructuración preventiva” [arts.86-bis.4 a) para transformaciones, 120.5.a) para fusiones, y 160-bis.5 a) para escisiones]. Significa ello que la propia regulación armonizadora contiene ya la dispensa de las

exigencias que, a causa de la resistencia de una mayoría de socios, puedan llegar a entorpecer la adopción e implementación de los planes de reestructuración. No era preciso pues (ni probablemente, ortodoxo desde el punto de vista de la técnica legislativa, toda vez que se trata de una norma que no estaba en vigor, ni siquiera aprobada al dictarse la DRI) que el art.32 DRI reparara en tal dispensa. Bien es cierto que la autorización para la no aplicación de la Directiva 2017/1132 tiene un alcance bastante superior, por afectar a toda la regulación (no solo a la que tiene que ver directamente con la decisión de socios como colectivo) y a todo lo concerniente a los marcos de reestructuración, con independencia de que en cada caso concreto sea posible esa obstaculización de la operación por los socios que justificaría el mandato excepcional de los arts.12 y 23 DRI. Por esta razón podría resultar conveniente (no habría de plantear problemas, pues, si se autoriza a *lo más*, sin matices, también debe entenderse a *lo menos*) que el legislador español la redujera a las decisiones que competen a la junta general de la sociedad afectada por la crisis de solvencia (y, por ende, en su caso, a algunas categorías de socios) y solo en la medida en que pudieran suponer un impedimento para el buen fin del plan. Tal propuesta vendría amparada por la función propia de las Directivas comunitarias y la impronta intervencionista mínima que parece inspirar la DRI en relación con las modificaciones legislativas que fuera preciso implantar en los Derecho de Sociedades estatales, según se desprendería del tono general de sus art.12 y 32 y sus Cdos.57 y 96.

54 Cfr., arts.86-*nonies* Directiva 2017/1132 para la transformación transfronteriza, 93 para la fusión interna, 126 para la transfronteriza, 139 para la escisión total interna, y 160-*nonies* para las escisiones transfronterizas en sus distintas modalidades.

55 Así lo propone igualmente PULGAR, J., 2020, cit., p.3.

José Carlos Vázquez Cueto

En cualquier caso, parece que la adaptación española (que, se insiste, sería deseable que se produjera coordinada y simultáneamente con la de la Directiva 2017/1132, en su nueva redacción), debe ir, *mutatis mutandis*, en un sentido justamente opuesto al del actual art.93.2 LME, que prohíbe los traslados de domicilio fuera de España cuando la sociedad esté en concurso de acreedores. Repárese en que, atajado sobre el papel el riesgo de su utilización con fines fraudulentos en perjuicio de acreedores<sup>56</sup>, no se trataría, al menos en el caso de la reestructuración en situación de preinsolvencia, de prohibir el traslado, sino de permitirlo y, además, flexibilizar su regulación para impedir resistencias injustificadas de socios. Ahora bien, no puede ignorarse que, desde la perspectiva de la satisfacción de los mandatos de la DRI, la mera autorización a los Estados a no aplicar la regulación sobre modificaciones transfronterizas a los planes de reestructuración no resulta bastante, pues (como apunta el Cdo.96) se precisa un instrumento que claramente cierre en los Estados miembros la posibilidad de que haya sociedades en las que sus socios obstaculicen de manera injustificada tales planes. *De facto*, pues, la autorización de la Directiva 2017/1132 ha quedado convertida en un mandato imperativo: los Estados deberán dictar normas que excluyan la posibilidad de aplicar esta disciplina cuando se esté en presencia de un plan de reestructuración reglado en la DRI, en los términos de su art.32; otra cosa será que ese alcance se vea ampliado o generalizado a toda la normativa sobre tales planes, y no solo a los mandatos de dicho art.32, como antes se propuso.

Cuando se trata de fusiones y escisiones internas, la situación normativa es en parte diferente, pues la Directiva 2017/1132 se limita a autorizar a los Estados miembros a no aplicar su contenido cuando una o varias de las sociedades anónimas implicadas “*sean objeto de un procedimiento concursal, un convenio o cualquier otro procedimiento análogo*” (art.87.3, tanto para la fusión como para la escisión -en este último caso, por remisión del art.135.4-); autorización de la que no ha hecho uso hasta la presente el legislador español. No hay pues una exclusión expresa de los planes de reestructuración. Mas no parece que haya problema en considerar esta materia incluida dentro de la norma dispensatoria, bien como “*procedimiento análogo*” a un concurso (los efectos *de masa* sobre los contratos en curso, las ejecuciones, etc. lo avalarían; incluso al Anexo A RUE 2015/848 marca un camino bien claro en esa dirección) bien como “*convenio*” inserto en un escenario preconcursal, pero en el que ya priman los intereses de los acreedores ante la seria amenaza de impago de sus créditos. No se olvide, a este último respecto, que el espíritu del DRI es lograr un concierto extraconcursal; aunque pueda llegar a imponerse en algunos extremos a los disidentes, siempre habrá de contar con un cierto grado de consenso entre los acreedores, aunque en el caso de estos últimos sea solo dentro de una clase, y, en su caso, con el deudor (cfr. art.11.1 DRI). Con ello podría equipararse la regulación española a la que se establezca para las modificaciones transfronterizas, habida cuenta de que, como antes de argumentaba, la dispensa podría abarcar una exclusión total de la normativa, pero también, con un alcance

---

56 En principio, esta amenaza no se daría (o, al menos, no con tanta intensidad) en preinsolvencia, máxime con las reglas nuevas introducidas por la Directiva 2019/2121, en especial en relación con el control antifraude de los arts.86 *quaterdecies* (para las transformaciones), 127 (para las fusiones) y 186 *quaterdecies* (para las escisiones). Así lo recalca también PULGAR, J., 2020, cit. pp.19-20.

José Carlos Vázquez Cueto

más moderado, afectar solo a los asuntos y las circunstancias que hicieran precisa la imposición de medidas excepcionales sin contar con la conformidad de los socios. Eso sí, la previsión del art.32 DRI ha de considerarse incompleta en este extremo, pues la regulación de las modificaciones internas ya estaba dictada y vigente a la fecha de su promulgación, sin que la mera expectativa de que los Estados miembros decidieran discrecionalmente acogerse a esta autorización exoneratoria fuera suficiente garantía de aplicación de sus mandatos en relación con los planes de reestructuración, como anteriormente se argumentó.

## BIBLIOGRAFÍA.

ÁLVAREZ ALONSO, P. «Con la vista puesta en la Directiva de reestructuraciones: comparativa del derecho preconcursal holandés y el español», RDCyP, n°34, 2021 (versión electrónica: LA LEY 15413/2020)

BUIL ALDANA, I., «Algunas cuestiones relativas a la formación de clases de acreedores y socios en la directiva de reestructuración temprana y su transposición al derecho español», RDCyP, n°. 33, 2020 (versión electrónica: LA LEY 8515/2020)

DE CÁRDENAS SMITH, C., «La propuesta de directiva sobre reestructuración temprana y su transposición al derecho español», RDCyP, n°. 29, 2018 (versión electrónica: LA LEY 5845/2018)

DÍAZ MORENO, A., «Socios, planes de reestructuración y capitalización de créditos en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre reestructuración e insolvencia», ADCo, n°49, 2020, pgs.7-64

FERRI Jr., G., "Il ruolo dei soci nella ristrutturazione finanziaria dell'impresa alla luce di una recente proposta di direttiva europea", en León Sanz y

Rodríguez Sánchez (dirs.), *Cuestiones actuales de Derecho mercantil. La reforma europea del derecho de sociedades y el Derecho concursal*, Marcial Pons, Madrid, 2018, pp.131-143

FRASCAROLI, E., «Note critiche sui piani attestati tra nuove opportunità, direttiva UE 2019/1023 e inadeguatezza del codice della crisi», *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2020-5 (versión electrónica en [http://www.dirittofallimentaresocieta.it/Article/Archive/print\\_html?idn=18&ida=235&idi=-1&idu=-1&print=1](http://www.dirittofallimentaresocieta.it/Article/Archive/print_html?idn=18&ida=235&idi=-1&idu=-1&print=1))

GARCIMARTÍN, F., «La narrativa de los "marcos de reestructuración preventiva" en el Derecho europeo», *Almacén de Derecho*, 4 enero 2019 (versión electrónica en <https://almacenederecho.org/la-narrativa-de-los-marcos-de-reestructuracion-preventiva-en-el-derecho-europeo>)

GARCIMARTÍN, F., «Reestructuración transfronteriza en la UE: el Reglamento Europeo de Insolvencia y la Directiva de reestructuración preventiva», RDCyP, n°32, 2020 (versión electrónica: LA LEY 238/2020)

GÓMEZ ASENSIO, C., *Los acuerdos de reestructuración en la Directiva (UE) 2019/1023, sobre marcos de reestructuración preventiva*, Aranzadi, Cizur Menor, 2019

IRIBARREN, M., «Saneamiento financiero de las sociedades mercantiles y deberes de fidelidad de los socios», RDCyP, n° 28, 2018 (versión electrónica: LA LEY 19383/2017)

MAROTTA, F., «L'armonizzazione europea delle discipline nazionali in materia di insolvenza: la nuova Direttiva europea riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle pro-

José Carlos Vázquez Cueto

- cedure di ristrutturazione», *Crisi d'impresa e Insolvenza*, 17 de abril de 2019 (versión electrónica en [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it))
- MOKAL, R. y TIRADO, I., «Has Newton had his day? Relativity and realism in European restructuring», *Eurofenix*, 2018-19 (versión electrónica en [file:///C:/Users/USUARIO/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/bfa50afe-22e7-4285-971c-619626a6853d/Eurofenix\\_74\\_Winter\\_2018-2019.pdf](file:///C:/Users/USUARIO/AppData/Local/Temp/MicrosoftEdgeDownloads/bfa50afe-22e7-4285-971c-619626a6853d/Eurofenix_74_Winter_2018-2019.pdf))
- NIGRO, A., «Le ristrutturazioni societarie nel diritto italiano delle crisi: notazioni generali», *Rivista del Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, n°117-3, 2019, pp.379-404
- ORTIZ MÁRQUEZ, M., «Planes de reestructuración empresarial», *Revista de Fiscalidad Internacional y Negocios Transnacionales*, n°14, 2020 (versión electrónica: BIB 2020\33854)
- PACCHI, S., «La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella direttiva del parlamento europeo e del consiglio 2019/1023», *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2019-6 (versión electrónica en <http://www.dirittofallimentaresocieta.it/Article/Archive/print.html?idn=13&ida=163&idi=-1&idu=-1&print=1>)
- PACCHI, S.: «La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2019/1023 y su impacto en el Código de la Crisis y de la Insolvencia de Italia», en Candelario Macías y Pacchi (dirs.), *La directiva de la (UE) 2019/1023 sobre insolvencia (Estudios desde diferentes ordenamientos)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp.151-177
- PÉREZ TROYA, A., «Reestructuraciones, modificaciones estructurales y concurso de acreedores», *RDCyP*, n° 24, 2016 (versión electrónica: LA LEY 108/2016)
- PÉREZ TROYA, A., «La Directiva sobre transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas: Una primera aproximación, con particular referencia a la tutela de los socios», *RDS*, n° 58, 2020 (versión electrónica: BIB 2020\9270)
- PULGAR, J., «La propuesta de Directiva sobre reestructuración temprana: Unión de los mercados de capitales, Unión bancaria y Derecho de la insolvencia», *La Ley Unión Europea*, n° 54, 31 de diciembre de 2017 (versión electrónica: LA LEY 18845/2017)
- PULGAR, J., «Transformaciones transfronterizas y Directiva (UE 2019/2121): prevención del fraude y protección de socios y acreedores», *Diario La Ley*, N° 9572, *Sección Doctrina*, 12 de febrero de 2020 (versión electrónica: LA LEY 1861/2020)
- PULGAR, J., «Financiación preconcursal interna de empresas en reestructuración: régimen vigente y normas temporales COVID-19», *RDCyP*, n° 34, 2021 (versión electrónica: LA LEY 84/2021)
- RECALDE, A., «Los acuerdos de refinanciación mediante la conversión de deuda en capital», *ADCo*, n°33, 2014 (versión electrónica: BIB 2014\2571)
- ROJO, «La propuesta de directiva sobre reestructuración preventiva», *ADCo*, n°42, 2017 (versión electrónica: BIB 2017\12766)

José Carlos Vázquez Cueto

- SCHMIDT, K., «Reestructuración empresarial: ¿una cuestión de derecho de sociedades o una materia de derecho concursal?», RDCyP, n° 31, 2019 (versión electrónica: LA LEY 8298/2019)
- VAQUERIZO, A., «La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (fresh money) en las reestructuraciones preconcursales», ADCo, n°48, 2019 (versión electrónica: BIB 2019\7156)
- SPINDLER, G.: «The Restructuring Directive ((Eu) 2019/1023) and the German implementation», en Candelario Macías y Pacchi (dirs.), *La directiva de la (UE) 2019/1023 sobre insolvencia (Estudios desde diferentes ordenamientos)*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2021, pp.18-37
- ZABALETA, M., «La propuesta de directiva sobre marcos de reestructuración preventiva: hacia un derecho comunitario de la preinsolvencia», RDCyP, n° 27, 2017 (versión electrónica: LA LEY 6747/2017)
- THERY, A., «Los marcos de reestructuración en la propuesta de Directiva de la Comisión europea de 22 de noviembre de 2016 (I)», RDCyP, n° 27, 2017 (versión electrónica: LA LEY 8186/2017)
- THERY, A., «Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)», RDCyP, n° 28, 2018 (versión electrónica: LA LEY 19534/2017)
- THERY, A., «Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo», RDCyP, n° 31, 2019, (versión electrónica: LA LEY 8455/2019)
- TOLLENAAR, N., «The European Commission's Proposal for a Directive on preventing restructuring proceedings», *Insolvency Intelligence*, vol. 30, 2017, pp.65-81
- VATTERMOLI, D., «La posizione dei soci nelle ristrutturazioni. Dal principio di neutralità organizzativa alla residual owner doctrine?», *Rivista delle Società*, n°LXIII-4, 2018, pp.858-890
- VATTERMOLI, D., «Los protocolos concursales en las operaciones de reestructuración de grupos de sociedades en crisis», ADCo, n°48, 2019 (versión electrónica: BIB 2019\7158)