

El “valor de la garantía real” y el “sacrificio desproporcionado” en los acuerdos de refinanciación del RD Ley 4/2014

Ángel Carrasco Perera

Catedrático de Derecho Civil de la Universidad de Castilla-La Mancha

Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo

En los acuerdos de refinanciación homologados

1. Según el apartado 2 de la DA 4ª, a los efectos de la presente disposición se entenderá por “valor de la garantía real” de que goce cada acreedor el resultante de deducir, de los nueve décimos del valor razonable del bien sobre el que esté constituida dicha garantía, las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien, sin que en ningún caso el valor de la garantía pueda ser inferior a cero ni superior al valor del crédito del acreedor correspondiente.

Alcance

2. La regulación que aquí se hace del “valor de la garantía” no tiene, en principio, efectos fuera del procedimiento de homologación de la DA 4ª e, indirectamente, de lo dispuesto en el art. 71 bis 2 c) de la LCon. No regirá para la comunicación ordinaria de créditos en el concurso ni, lo que es más importante, para determinar el precio de ejecución o de venta de las garantías a efectos de los arts. 149 y 155 LCon cuando la enajenación del activo garantizado se hace sin subasta o en globo.

La importancia del “valor de la garantía”

3. Supongamos que la garantía en cuestión es de primer rango y no existen cargas preferentes. En este caso se considerará que la garantía no puede tener un valor superior a nueve décimas partes del valor razonable del activo sobre el que la garantía recaiga. Esto quiere

decir que la parte del crédito “garantizado” que exceda de este valor minorado se considera *en todo caso* (pero sólo “a los efectos de la presente disposición”) no privilegiado, *aunque de hecho* el acreedor pudiera satisfacerse en la totalidad de su crédito con la ejecución del bien garantizado. Este es el primer techo del valor de la garantía. El segundo sería el propio montante del crédito garantizado, de forma que la garantía nunca podrá tener un valor que exceda del importe total del crédito que garantiza, lo cual, por demás, es obvio, ya que en el concurso no podrá aplicar ningún acreedor el *sobrante* de ejecución a la cobertura de otros créditos propios no privilegiados por la garantía en cuestión. En consecuencia, el exceso de crédito no cubierto por el valor *normativo* de la garantía se considera pasivo ordinario a efecto de las mayorías reguladas en la DA 4ª.

Deducción de cargas preferentes

4. Del valor razonable del bien se deducen “las deudas pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien”. Se deducen, pues, las *garantías reales preferentes* y las *hipotecas legales especiales* con rango preferente. No se reducen, pues, los *privilegios generales*, aunque se trate de privilegios que fuera del concurso hubieran de ser *prioritarios* al privilegio especial creado por el derecho de garantía; singularmente es el caso del superprivilegio del crédito salarial. ¿Se deducirán en cambio las deudas *dotadas de un privilegio especial de embargo previo* a la garantía real en cuestión y que conforme

a las reglas de prelación extraconcursal fueran preferentes frente a dicha garantía? En efecto, habrán de deducirse, aunque se tratara de privilegios o cuasi-garantías que hubieran de perder su rango en el concurso, como ocurre con las anotaciones preventivas de embargo. Porque, por definición, y en tanto se mantenga el acuerdo homologado en estado de cumplimiento, el deudor no se encuentra en situación de concurso. Es cierto que el apartado 10 de la DA 4ª establece que *en ejecución del acuerdo de refinanciación homologado, el juez podrá decretar la cancelación de los embargos que se hubiesen practicado en los procedimientos de ejecución de deudas afectadas por el acuerdo de refinanciación*. "Podrá cancelarlos", pero también podrá no hacerlo. En cualquier caso, esta actuación sería posterior a la homologación, no previa, por lo que difícilmente podría retrotraer sus efectos a la fase de valoración de la garantía. Y finalmente, bajo la imprecisa expresión de "cancelación de los embargos" ha de entenderse sólo *suspensión de las ejecuciones*, pero no liberación de la anotación preventiva que en su caso se hubiera practicado. Sería arbitrario proponer este efecto al acuerdo de homologación, cuando ni siquiera lo produce la declaración de concurso.

5. Inevitablemente, tampoco se deducen las deudas *futuras* para cuya seguridad el deudor hubiera prestado una garantía real anticipada, ni siquiera por la *cifra máxima de responsabilidad* pactada para esta garantía por pasivo futuro.
6. Repárese *cuántos incentivos* tiene el acreedor con garantía real para provocar cuanto antes la declaración de concurso y evitar ser entrampado en una situación cubierta por la DA 4ª.
7. ¿Son "garantías preferentes" las garantías *del mismo rango* que se pactan – sobre el mismo activo divisible- en caso de créditos sindicados o en otras situaciones equivalentes a la de un crédito sindicado? Sabemos que a efectos de ejecución de las garantías del *mismo* rango el resto de las garantías coextensas se consideran *preferentes* a la garantía que se ejecuta, pero sólo en tanto ésta última se ejecuta. En la fase de seguridad de la garantía real mancomunada no existe en puridad ninguna carga que sea preferente o posterior,

ya que esta condición se determinará exclusivamente en función de qué acreedor ejercite, o ejercite primero, su facultad de ejecución. En mi opinión, las garantías del mismo rango no se descuentan a los efectos de cálculo del valor de la garantía. Pero tampoco es sensato que el valor de un activo se multiplique ficticiamente por tantas garantías como haya del mismo rango. Así, por ejemplo, si un activo de valor 10 soporta 5 garantías del mismo rango a favor de otros tantos acreedores, cada uno de los cuales es acreedor por un importe de 4, el valor de la garantía para cada acreedor no puede ser 10 ni 4, sino 2, porque está claro que los cinco acreedores no pueden resultar en el presente caso plenamente garantizados. En consecuencia, habrá que proceder en la forma prevista en el apartado 2 in fine cuando la garantía se encuentra en proindiviso.

8. En cambio, sí se descontarán las garantías reales que favorecen a los acreedores *seniors* en una financiación estructurada en la que determinada clase de acreedores se ha subordinado por pacto. Con todo, en esta clase de financiación estructurada debe tenerse en cuenta otra consideración más importante que la anterior. No es extraño que en el Acuerdo de Acreedores se haya pactado que los titulares de la deuda preferente puedan disponer, acordar, negociar y transigir sobre la entera garantía, con efectos frente a los acreedores subordinados. En este caso no habrá propiamente un descuento, sino una vinculación de estos acreedores minus-garantizados por las proporciones y mayorías que los acreedores preferentes alcancen a efectos de la DA 4ª.

"Valor de la garantía" y clases de acreedores

9. El procedimiento legal de cálculo del valor de la garantía real introduce una ecuación que permite obtener el valor económico común de cualquier clase de garantía real. Tanto da que se trate de una hipoteca inmobiliaria, de una prenda sobre inventario mercantil o de una prácticamente desprovista de valor prenda sobre créditos futuros. Si cada una de estas garantías tuviera que ser gestionada "en bruto" en el seno del acuerdo de refinanciación, forzosamente habría que dividir a los acreedores con garantías reales en tantas clases como acreedores (o sindicato de acreedores) hubiera, porque sería casi

inimaginable que se dieran dos garantías de consistencia equivalente. No se podría componer una clase respecto de la cual predicar la mayoría del 65% o del 80% a que se refiere el apartado 4, y cada uno votaría y compondría mayoría respecto de sí mismo como clase. Pero la reducción de la garantía a un valor cuantitativo cubierto por el privilegio permite que, dentro del valor de la garantía (que será mayor en el acreedor hipotecario y casi nulo en un acreedor pignoraticio sobre crédito futuro), todos los acreedores con privilegio especial puedan ser tratados de manera equivalente¹.

El cálculo del valor de las garantías ilíquidas

- 10.** Supongamos ahora que no existiera un mercado o un procedimiento objetivo para determinar el "valor razonable" del bien. En este caso, el párrafo letra c) del apartado 2 de la DA 4ª establece que el valor razonable será el que se haya determinado por experto independiente *de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes*, salvo que concurra la excepción que luego señala la norma. La designación del experto independiente se hará por el Registro Mercantil en las condiciones del art. 71 bis 4 LCon. Esta circunstancia comporta que será preciso el informe de experto independiente (y no sólo informe del auditor) cuando exista pasivo privilegiado por garantías reales (distintas de inmuebles: entonces habrá que aportar un informe de tasación oficial) que no recaigan sobre instrumentos financieros cotizados en un mercado regulado.

La carga de acreditar el valor de la garantía

- 11.** No está claro a quién corresponde la iniciativa o la carga de aportar este informe de experto. ¿A los promotores del acuerdo? ¿Al deudor? Parece lo lógico, y además casi resulta exigido con la literalidad del apartado 5 (*La solicitud deberá ser formulada por el deudor y se acompañará del acuerdo de refinanciación*

adoptado, de la certificación del auditor sobre la suficiencia de las mayorías que se exigen para adoptar los acuerdos con los efectos previstos para cada caso, de los informes que en su caso hayan sido emitidos por expertos independiente designados conforme al artículo 71 bis.4). Pero éste puede no saber *bona fide* de qué garantías disfrutaban determinados acreedores financieros. ¿Se le exigirá la valoración al auditor que emite informe sobre la "suficiencia" del pasivo financiero? ¿Se encuentra en la misma situación, y no es posible, incluso de saberlo, que este mismo auditor determine el valor de la garantía, si no ha sido nombrado por el Registro Mercantil como "experto independiente"? Lo más probable es que la carga *finalmente* recaiga – como ocurre en la comunicación ordinaria de créditos concursales- sobre quienes pretendan *no ser computados como pasivo ordinario*. Y tendrán que hacerlo en ese limbo temporal que media entre la publicación de la providencia de admisión a trámite y la resolución de homologación que se toma por el "trámite de urgencia" a que se refiere el apartado 6.

En los acuerdos ordinarios no homologados y sin mayoría cualificada

Condiciones del privilegio de no rescindibilidad

- 12.** Una condición imprescindible para que un acuerdo de refinanciación no-cualificado por el art. 71 bis 1 y no-homologado por la DA 4ª pueda obtener la resistencia concursal a que se refiere el art. 72.2, es que *el valor de las garantías resultantes a favor de los acreedores intervinientes no exceda de los nueve décimos del valor de la deuda pendiente a favor de los mismos, ni de la proporción de garantías sobre deuda pendiente que tuviesen con anterioridad al acuerdo*. Se entiende por valor de las garantías el definido en el apartado 2 de la DA 4ª.

La "renuncia" a garantías reales

- 13.** Es preciso que al menos en una décima parte de su cuantía el crédito resultante del

¹ No deja de ser problemático, empero, que la tasa de desvalorización de una garantía real puede ser muy superior a la de otra. Una garantía mobiliaria pierde rápidamente valor, una hipotecaria puede no perderlo. Esto obligaría a recalcular continuamente el valor de las garantías a efectos de determinar si justo antes de la homologación judicial se mantienen las proporciones de mayoría cualificada necesaria.

acuerdo se encuentre *infragarantizado* y que en conjunto no aumente la proporción de crédito privilegiado sobre crédito ordinario que el crédito o créditos tuviesen con anterioridad al acuerdo. En consecuencia, si el conjunto del crédito antes del acuerdo estuviera completamente garantizado o sobregarantizado, los acreedores habrán de renunciar a garantías o insuflar crédito nuevo no garantizado y, en general, los acreedores intervinientes no podrán *mejorar* su posición relativa respecto de la hipotética cuota de liquidación concursal del deudor. Pero también podrán *renunciar* al carácter privilegiado de su crédito por encima de este techo, aunque de hecho pudiera ocurrir que el crédito se satisficiera por entero con el valor de la garantía si ésta fuese ejecutada. Obsérvese que el *fresh money* que pueda haberse concedido con el acuerdo puede estar garantizado, pero no podrá producirse una *cross-collateralización* de crédito viejo.

El "sacrificio desproporcionado"

14. En la versión previgente de la DA 4ª, el juez homologaría el acuerdo si éste no impusiera a los disidentes un "sacrificio desproporcionado". En el texto que resulta de la reforma de 2014, el juez no hará esta valoración antes de homologar el acuerdo. El sacrificio desproporcionado sólo se tendrá en cuenta si algún acreedor (disidente) impugna el acuerdo ya homologado. Es el único motivo de fondo que se puede articular en vía de impugnación.

Cuándo lo hay

15. Cuándo un sacrificio sea desproporcionado es un estándar que debe determinarse a partir del criterio contenido en el apartado 22, letra c), de la Recomendación de la Comisión de la UE de 12 de marzo de 2014, según el cual "el plan de restructuración no limita los derechos de los acreedores discrepantes más de lo que cabría razonablemente esperar en ausencia de restructuración, en caso de que el deudor haya liquidado o vendido el negocio como empresa en funcionamiento, según los casos". En otros términos, un sacrificio es desproporcionado cuando el acuerdo de refinanciación obliga a los acreedores discrepantes a soportar un dividendo concursal inferior

a la cuota de liquidación que les hubiera correspondido de haberse llegado directamente a la venta de los activos del concurso. Ningún acreedor está obligado a sacrificarse más allá de su cuota hipotética de liquidación para sostener la continuidad de una empresa insolvente.

16. El estándar sólo tiene sentido práctico para los acreedores con garantía real a los que se les "extienda" contra su voluntad el acuerdo de refinanciación y para los acreedores (garantizados) discrepantes del sindicato a los que se "imponen" el acuerdo alcanzado por el 75% del sindicato acreedor, conforme al apartado 2 del precepto que comentamos. Un acreedor cuyo crédito se halle *totalmente* garantizado no estaría sujeto *prima facie* a aceptar contra su voluntad la extensión de *ninguno* de los efectos del acuerdo de refinanciación que se describen en el apartado 4 de la DA 4ª, *porque cualquiera de estos efectos le coloca por principio en situación peor* a la que se encontraría de haber ejecutado ordinariamente su garantía en los términos del art. 56 LCon.

17. Existe una situación muy singular donde este conflicto se agudiza. Si un acreedor (o sindicato) dispone de una prenda sobre el total del capital de la sociedad *holding* o sobre la totalidad de las participaciones en la sociedades filiales operativas, comporta para él (ellos) en todo caso un sacrificio desproporcionado cualquier medida que no les entregue *en pago* estas mismas participaciones, que acabarían adjudicándose (o transfiriendo a un tercero) en caso de ejecución de la garantía. Voy más allá, en tales casos constituye un dispendio permitir que el deudor negocie y presente otro acuerdo distinto, que sólo podría resultar en una detracción del valor esperado de los acreedores con garantía real para compensar parcialmente a otros interesados en el concurso, los cuales, en la hipótesis de ejecución no disponen casi seguro sino de una cuota de liquidación de valor cero.

De nuevo, el valor normativo de la garantía

18. Para determinar la cuota de liquidación de estos acreedores *plenamente* garantizados será preciso calcular el "valor de la garantía" real, en los términos que ya he expuesto. El valor

de una garantía real *no puede ser superior* a las nueve décimas partes del valor razonable del activo gravado, y por ello el acreedor *plenamente* garantizado tendrá que descontar o renunciar a 1/10 del valor de la garantía para calcular su cuota de liquidación. A este valor

habrá que descontarle adicionalmente la *pérdida de valor esperada del activo* como consecuencia de la imposición de la suspensión de la DA 4ª o del art. 56 LCon. Estas dos deducciones determinan el umbral del sacrificio desproporcionado.

Para más información consulte nuestra web www.gomezacebo-pombo.com, o diríjase al siguiente email de contacto: info@gomezacebo-pombo.com

Barcelona | Bilbao | Madrid | Málaga | Valencia | Vigo | Bruselas | Lisboa | Londres | Nueva York