

El contrato entre acreedores: naturaleza jurídica, alcance objetivo y diversidad subjetiva, su función en escenarios de insolvencia y análisis de figuras afines



RAFAEL MINGUEZ PRIETO

Abogado por la Universidad Complutense de Madrid.
Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Alcalá de Henares.
Profesor en Máster de Insolvencia Empresarial del CEU.
Profesor y responsable del Departamento de Derecho Económico de la Universidad Sergio Aboleda de Bogotá.

AGUSTÍN CERDÁ MASIP

Abogado y Economista por la Universidad de Valencia.
Máster en Derecho (LL.M.) por Harvard Law School.

SUMARIO:

- I. Resumen y palabras clave.
 1. Resumen/Summary;
 2. Palabras Clave.
- II. Introducción.
 1. Razón de ser, orígenes y evolución de la figura.
 2. Naturaleza Jurídica;
- III. Elementos Subjetivos.
 1. El acreedor: tipología y clasificación;
 - 1.1. Tipología de acreedores;
 - 1.2. Rangos entre acreedores.
 2. El deudor como parte.
- IV. Elementos Objetivos
 1. Determinación de rango entre grupos de acreedores;
 2. Procedimientos y sistemas de ejecución y reparto de garantías;
 3. Regulación de procesos de toma de decisión;
 4. Reglas de coordinación en determinadas actuaciones.
- V. El Contrato entre acreedores en situaciones particulares: Contexto de crisis financiera y de convivencia de acreedores tradicionales y bonistas.
 1. La subordinación contractual: el artículo 92 de la Ley Concursal y su carácter de subordinación absoluta.



2. La subordinación en Estados Unidos: el artículo 510(a) del U.S. Bankruptcy Code.
 3. El contrato entre acreedores en escenarios de convivencia de bonos y acreedores senior.
 4. El contrato entre acreedores en escenarios de refinanciación
- VI. Análisis de Figuras Afines
1. El intercreditors agreement en formato "Loan Market Association" (LMA)
 2. Los contratos de participación o participation agreement
 3. El common terms agreement
 4. El paying agency agreement
- VII. Conclusiones

I. RESUMEN Y PALABRAS CLAVE

1. Resumen.

El contrato entre acreedores es el documento comercial fundamental en que se regulan las relaciones entre las distintas partes acreedoras concurrentes en una misma financiación, gozando de un carácter atípico, por cuanto no es una figurada que haya sido analizada, de modo detallado, por nuestra doctrina ni contemplada, específicamente, en nuestro ordenamiento.

Dado el especial contexto económico y financiero actual, cada vez confluyen grupos de acreedores más diversos en tipología, objetivos y naturaleza jurídica, en la misma relación de crédito, por lo que realizar una eficaz regulación de sus derechos y obligaciones recíprocos, en dicho contrato cobra una relevancia cada vez mayor.

The intercreditors agreement represents an essential consensual document in any modern financing. It aims to establish the legal regulatory framework to set the relations among different creditors concurring to the same financing. However, sapanish legal scholars have not analyzed in detail such agreement, probably due to the lack of positive regulation about such agreement.

Current, financial and economic scenario has brought to the table as financing agents a broad range of creditors of a very diverse legal nature, purposes and rights within the debt structure. Such a new ashion and diversity has enhanced the importance of intercreditors agreement as essential tools to establish the rights and obligations of diferent creditors in the same deal

2. Palabras clave.

Español: contrato entre acreedores, subordinación, fondos, bonos.

English: intercreditors agreement, subordination, non-traditional investors, bonds.

II. INTRODUCCIÓN

1. Razón de ser, orígenes y evolución de la figura.

Las entidades financiadoras acreedoras constituyen, junto a los deudores receptores de financiación, los dos pilares subjetivos básicos que configuran la relación jurídica de crédito¹.

El alto volumen de fondos requerido para afrontar determinados proyectos de inversión de envergadura o las necesidades de financiación corporativa de los grandes grupos empresariales, sumada a la carestía de liquidez que en los últimos años han sufrido la generalidad de las entidades financieras tradicionales que operan en nuestro país, ha implicado una sustantiva necesidad para los deudores de acudir a una multiplicidad de acreedores para obtener fondos para acometer una misma operación de financiación. A ello también ha contribuido la necesidad de estructurar con mayor eficiencia y diversificación de riesgo las diversas fuentes de financiación.

También desde el punto de vista de los acreedores, el hecho de compartir los riesgos entre ellos, reservándose "tickets" individuales más pequeños en las financiaciones, combinado con estructuras de deuda por rangos que consigan que las posiciones de mayor riesgo sean asumidas bien por accionistas, bien por enti-

dades que busquen una mayor rentabilidad a cambio de gestionar ese mayor nivel de riesgo, ha facilitado que puedan seguir concurriendo a operaciones y que lo hagan en mejores condiciones para el deudor². A confirmar, esta tendencia ha coadyuvado, igualmente, el carácter cada vez más conservador de las reglas de consumo de capital aplicadas a las entidades financieras, que ha propiciado que éstas deban adoptar criterios de riesgo necesariamente más prudentes.

En esta línea, resulta cada vez más habitual que los sujetos concurrentes en el lado acreedor de la relación crediticia tengan una naturaleza objetiva y unos intereses estratégicos heterogéneos. Así, no es extraño que convivan en el lado acreedor de la misma transacción no sólo entidades bancarias de corte tradicional, sino representantes de bonistas y fondos especializados en compra de deuda al descuento o en inversión en deuda "mezzanine" o subordinada. En estos últimos casos, a cambio de altas expectativas de remuneración o de adquirir participaciones en la sociedad deudora, mediante deuda convertible³, proveedores de derivados financieros o incluso partes vinculadas a la sociedad deudora, con intereses no necesariamente alineados y, en ocasiones, claramente divergentes.

Especial foco ameritan -por lo que dedicamos al análisis de la cuestión un apartado especí-

1. A los efectos del presente artículo, entendemos la relación de crédito en sentido amplio, esto es, tanto la surgida de relaciones jurídicas en que la parte deudora recibe un importe de la acreedora y se obliga a devolverlo (con o sin pago de intereses), como cuando se emplea un activo preexistente en la deudora y que se transforma en líquido mediando una operación financiera (descuento de efectos, titulación o estructura de "sale and lease back"), así como un tercer género que incluiría cualquier permuta financiera o provisión de un derivado financiero con o sin carácter especulativo. Entre otros autores, ha distinguido y clasificado estas acepciones VICENT CHULIÀ, F. *Introducción al derecho Mercantil*, Décimo Sexta edición, p. 948.
2. Entre otros muchos autores que, tanto desde un punto de vista legal, como financiero han analizado esta cuestión, BERNAD RIPOLL, F. *La Deuda Subordinada y el Capital Riesgo*, 2012, Thomson Reuters Aranzadi, *El Capital - Riesgo: su operativa*, pp. 500, o para un magnífico estudio desde la óptica más financiera de, entre otros aspectos, el impacto de la financiación en la valoración de empresas, DE LUNA BUTZ, W. *Finanzas Corporativas en la Práctica*, Madrid, Mc. Graw-Hill Profesional, 2002.
3. Dada la creciente proliferación de este tipo de transacciones, especialmente en los países de tradición anglosajona, pero con creciente introducción en nuestro país, se ha venido denominando a esta suerte de sistema de financiación "paralelo" al tradicional, sistema bancario en la sombra (*shadow banking*). Dicho mercado puede definirse como aquel conjunto de entidades, prácticas e infraestructuras que llevan a cabo operaciones financieras fuera del ámbito establecido por las entidades de regulación nacionales. Tipicamente, podemos encontrar como integrantes de este *shadow banking* a hedge funds, fondos del mercado de capitales y vehículos de inversión estructurados o SIVs.

fico del presente artículo- las relaciones entre titulares de bonos "high yield"⁴ o de alto riesgo y acreedores financieros *senior* ordinarios de las compañías. Dicha convivencia –no siempre pacífica- cuenta con experiencias relevantes en los países anglosajones⁵ y menos en nuestro país, pero el creciente uso de la figura⁶ va a traer a buen seguro la necesidad de incorporar a nuestros modelos contractuales bloques de regulación específica de ambas figuras, que suelen compartir posiciones *senior* "pari passu" en el esquema de pasivos de las sociedades, si bien con determinadas peculiaridades en la regulación de aspectos clave de su "convivencia" y gestión del crédito y sus garantías que destacaremos en el apartado pertinente.

Cuestión no menor, y sin ánimo de adelantar en esta sección introductoria conceptos que serán desarrollados en mayor profundidad en la sección correspondiente del presente artículo, merecen las reflexiones sobre el concepto de subordinación fuera y dentro de concurso de acreedores y la flexibilidad –o ausencia de ella- que nuestra legislación otorga a la posibilidad de definir verdaderos rangos entre acreedores en sede extra-concursal –generalmente, mediante su regulación en sede de contrato entre acreedores- que puedan ser respetados por el juez del concurso.

Es esta realidad de mercado, como a menudo ocurre en los distintos campos del derecho

mercantil, la que ha llevado al derecho y a los operadores jurídicos a responder, mediante un proceso práctico de progresiva sofisticación y mayor desarrollo del marco jurídico contractual que rige y coordina las relaciones entre los distintos acreedores o grupos de acreedores implicados en una misma transacción, mediante los denominados contratos de acreedores o "intercreditor agreements" en la jerga anglosajona.

Así, resulta cada vez más relevante elaborar unos contratos que supongan un auténtico traje a medida adaptado a las necesidades concretas del universo de acreedores concurrentes en cada transacción y que, respetando ciertos derechos individuales y poder de decisión de cada acreedor, provea de mecanismos y soluciones contractuales ágiles y eficientes de gestión del riesgo de crédito y las obligaciones del deudor y de la eventual ejecución de las garantías que éste lleve parejas en beneficio de todos ellos. Es en ese marco jurídico-financiero, en el que los contratos entre acreedores cobran su mayor dinamismo e importancia, convirtiéndose en pilares jurídicos básicos en financiaciones complejas.

Es, además, en un entorno de crisis como el actual, donde el contenido de los contratos de esta naturaleza puede verse más testado, lo que obliga a poner especial celo y cautela jurídica en su elaboración. Y ello, tanto por el mayor riesgo de ejecución

4. El concepto *yield*, en inglés, expresa la tasa de retorno de una inversión, como puedan ser valores o bonos. De este modo, unos bonos *high yield* se refieren a aquellos bonos de baja calificación crediticia, (clasificados por las Agencias de Calificación por debajo del denominado "grado de inversión"), que, como contraprestación por el alto riesgo crediticio que asumen sus suscriptores, ofrecen una remuneración superior a la generalidad de productos del mercado.
5. Entre otros muchos autores, RYAN, John. *Evolving Intercreditor Relationships Among European High Yield Issuers*, *Banking Law Journal*, nº 118, 2001, pp 339. SCHNEBEL, Debra, *Intercreditor and Subordination Agreements – A Practical Guide*, *Banking Law Journal* nº 118, 2001, p. 48.
6. En efecto, son cada vez más los grupos españoles en un determinado tamaño que han acudido al mercado de capitales (sea español o, generalmente, internacional) como mecanismo alternativo para obtener financiación. Igualmente interesantes son algunos desarrollos normativos recientes que pretenden dinamizar aún más esta tendencia acercándola a compañías de un tamaño menor y en particular a emprendimientos de un determinado tamaño, como la reciente promulgación el pasado 5 de abril de 2012, de la llamada "Jumpstart Our Business Startups Act" en Estados Unidos, que pretende reducir las trabas para que compañías de tamaño menor que las tradicionales emisoras puedan financiarse vía bonos y otros títulos. De consagrarse esta tendencia, la necesidad de regular las relaciones entre bonistas y acreedores "ordinarios" en los contratos entre acreedores va a cobrar una relevancia mayor.

de garantías vinculadas a un impago -siendo los requisitos y sistemas de ejecución de garantías materia típicamente objeto de regulación en el contrato entre acreedores, tal y como veremos en la sección correspondiente de este artículo-, como por el hecho de que es ahora más frecuente que un deudor determinado pueda verse abocado a una situación concursal, en que un juez tenga que analizar el contenido del contrato y decidir sobre su carácter vinculante en determinados escenarios.

Asimismo, es habitual que las entidades financieras se vean obligadas a tomar mayor número de decisiones sobre vicisitudes del día a día del crédito⁷, que no podemos perder de vista, por cuanto generan una relación dinámica y de largo plazo entre acreedores y deudores, con obligaciones de tracto sucesivo para éstos, y sobre las que la comunidad de acreedores debe pronunciarse de modo ágil para colaborar con la parte deudora, en el fin común de maximizar la eficiencia en la gestión que permite obtener los flujos de caja necesarios para el repago.

2. Naturaleza jurídica.

El contrato entre acreedores es un contrato mercantil⁸, de naturaleza atípica⁹, y por tanto, sin una regulación normativa específica ni re-

quisitos tasados y, en opinión de los autores, de naturaleza accesoria¹⁰, en cuanto depende de la existencia de otros contratos principales o esenciales que son aquéllos de los que traen causa y en los que se instrumente la relación principal de crédito. Se trata de un contrato consensual-que se perfecciona por el mero consentimiento de las partes, sin requerir de una forma específica ni formalidades adicionales, si bien, como es práctica habitual, su forma notarial -ya sea en póliza o escritura- le dará fuerza ejecutiva directa en un posible proceso judicial ulterior.

Su contenido habitual, como apuntábamos en la sección anterior, se cimienta sobre la propia necesidad de los operadores jurídicos -y de los acreedores en particular- de dotarse de una regulación específica siguiendo los principios y evolución consuetudinaria de la figura en paralelo a cómo los operadores jurídicos -acreedores y deudores- han ido acomodándose a nuevas y más complejas realidades en la relación de financiación moderna.

El origen de los primigenios contratos entre acreedores sometidos a ley española hay que buscarlo en una progresiva "importación" a nuestro acervo documental de los modelos de tradición contractual anglosajona¹¹, donde de

7. Nos estamos refiriendo a aprobaciones de "waivers" o autorizaciones puntuales, que sin tener carácter ni alcance novatorio tienen que ser aprobadas por un determinado porcentaje de acreedores, que debe estar preestablecido y coordinado entre ellos.
8. Por la propia naturaleza subjetiva de los participantes.
9. El único contrato de los que la doctrina suele calificar como "financieros" sería el de préstamo regulado en el artículo 1740 del Código Civil, configurándose el resto como contratos de los denominados atípicos, contruidos de modo dinámico para regular sus propias relaciones dentro de la esfera de la autonomía de la voluntad.
10. Así, en caso de que resultara nulo o quedaran atendidas las obligaciones de pago que fundamentan los contratos principales, entendemos que la consecuencia lógica sería la extinción práctica de los efectos del contrato entre acreedores, por haber terminado o haberse frustrado (según el caso) la finalidad para el que fue concebido.
11. El origen de la financiación sindicada y de la práctica actual en esta materia es, en efecto, un proceso de origen anglosajón cuyo desarrollo, como han puesto de manifiesto diversos autores, comienza en la década de los años setenta, si bien las raíces últimas de la misma se encuentran en el siglo XIX norteamericano con la financiación de infraestructuras de ferrocarril, cuya puesta en marcha requería de relevantes esfuerzos financieros y riesgos de éxito técnico y financiero que no podían ser atendidos por una única entidad. En dicho marco, se configuraron en los Estados Unidos las primeras operaciones sindicadas, que tuvieron que ser documentadas en los primeros contratos de financiación sindicada, que ya incluían regulación relativa a las relaciones entre acreedores. Obviamente, dichos contratos se fueron sofisticando desde sus primeras manifestaciones y, paralelamente, fueron progresivamente "exportándose" en las últimas décadas a otras jurisdicciones donde la financiación sindicada iba igualmente proliferando.

más antiguo se han abordado contractualmente problemas y cuestiones jurídicas que son objeto actual de esta figura contractual.

Por lo tanto, los pactos y contenidos incluidos en el contrato, se amparan por el principio de autonomía de la voluntad de las partes,¹² consagrado en nuestro ordenamiento jurídico por el básico y fundamental artículo 1255 del Código Civil y, por ende, limitado sólo a que los pactos no sean contrarios a la ley, la moral, el orden público y, en nuestra opinión, al fraude ex artículo 6.4 del Código Civil y la buena fe ex artículo 1.258 y 7.1 del Código Civil¹³.

Se trata de un contrato de tracto sucesivo, que lejos de cumplirse en su conjunto obligacional, en el momento inicial o de modo instantáneo, despliega efectos y mantiene vivas las obligaciones *inter partes*, durante todo su período de vigencia.

Por último, se trata de un contrato generador de obligaciones recíprocas, que, generalmente, todas las partes firmantes se comprometen a cumplir obligándose todas ellas entre sí.

III. ELEMENTOS SUBJETIVOS

Como la propia denominación de la figura permite intuir, los acreedores -sujeto activo de la

relación crediticia- constituyen el elemento subjetivo fundamental de dicha relación jurídica y, por ende, del contrato entre acreedores, siendo la concurrencia del deudor, tal como veremos en el apartado siguiente de la presente sección, meramente potestativa y no esencial en nuestra opinión, salvo que deba asumir compromisos activos y directos para con los financiadores que no se encuentren ya recogidos en otros documentos que sí deban ser objeto de suscripción por su parte.

A medida que los agentes implicados en las operaciones de financiación aumentan en número y las estructuras de balance, se vuelven especialmente complejas, los viejos principios generales de mancomunidad¹⁴ y "*par conditio creditorum*" consagrados en los artículos 1.137 y 1.138 del Código Civil¹⁵, quedan quebrados o sencillamente resultan insuficientes para dar regulación a realidades más complejas.

Por ello, en legítimo ejercicio de la autonomía de la voluntad, en unos casos para mejorar con respecto al supuesto general de mancomunidad y distribución proporcional o "*pari passu*" y, en otros, para acogerse a una subordinación voluntaria, los acreedores se dan categorías determinadas que deben

12. Entre otros autores, DIEZ PICAZO, L. y GULLÓN, A. *Sistemas de Derecho Civil*. Volumen II, Novena Edición, 2003, pp. 36-37, quienes propugnan que los contratos atípicos y sometidos a la autonomía de la voluntad deben, no obstante, tener una causa válida (de entre las genéricas recogidas en el artículo 1274 del Código Civil), respetar las limitaciones del propio artículo 1255 del Código Civil y ser "disciplinados" sus límites por las previsiones del artículo 1258 del Código Civil.

13. Para un buen estudio de la buena fe como límite en el ejercicio de derechos y la autonomía de la voluntad, BETTI, E. *Teoría general de las obligaciones*. Tomo I, Madrid 1969, pp. 84 y sigs. ROCA GUILLAMÓN, J. sub art. 1258, en *Comentarios al Código Civil y a las Compilaciones Forales*, dir M. ALBALADEJO y S. DÍAZ ALABART, XVII- 1 A, Madrid 1993, p. 448, LARENZ, K. *Derecho de obligaciones*, I, Madrid, 1958, Pps 142 y sigs; HUECK: *Die Treuegedanke im modernem Privatrecht*, Munich, 1947, pp. 11 y sigs. como "*corrector del Derecho legal*" considera MEDICUS (*Tratado de las relaciones obligacionales*, tomo I, Barcelona, 1995, pp 77) el principio de buena fe en aplicación de lo que dispone el parágrafo 242 de la BGB.

14. Como sabemos, el artículo del 1137 del Código Civil viene a pregonar una suerte de mancomunidad entre acreedores (y deudores) salvo cuando la obligación expresamente lo determine". Dicha "*determinación expresa*", podría ser precisamente parte de la esencia de lo regulado en el contrato entre acreedores, mediante excepciones al sistema de repago proporcional de deudas, por poner un solo ejemplo.

15. Para un buen estudio de la cuestión, VILLORIA RIVERA, *El Mito de la Par Conditio Creditorum*, Tomo I, 2008 en: *Revista de derecho concursal y paraconcursal: Anuales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación* número 9, pp. 319- 326.

regularse en acuerdos concretos contenidos en los contratos entre acreedores.

Teniendo clara la idea obvia de que el acreedor va a ser el eje axial y protagonista subjetivo del contrato entre acreedores, interesante resulta dar un paso más y hacer un breve recorrido sobre qué tipologías de acreedores nos encontramos de modo más habitual en las mesas de negociación de las financiaciones complejas, fruto de la observación de la realidad de los últimos tiempos que los autores venimos constatando, así como dar alguna nota sobre su particular idiosincrasia que, en gran medida, condiciona la regulación objetiva que luego se va a incluir en el contrato y los intereses subyacentes detrás del mismo.

Finalmente, será igualmente interesante abordar la clasificación entre grupos de acreedores en función de la naturaleza de su deuda, distinguiendo la clasificación convencional que se dan las partes de aquella que se otorga en un escenario concursal. Si bien, como veremos, es habitual que una, generalmente, vaya vinculada a la otra, puede que no necesariamente sea el caso.

1. El acreedor: tipología y clasificación.

1.1 Tipología de acreedores.

Como hemos venido manteniendo en diversas secciones del presente artículo, es habitual que dentro del mapa de acreedores de una compañía o en el tablero de negociación de una transacción concreta, encontremos que, junto a entidades financieras tradicionales,

tengamos habitualmente representantes de sindicatos de bonistas, acreedores vinculadas con el accionista, o alguna de las entidades que la comunidad doctrinal y la literatura norteamericanas denominan "acreedor no tradicional" o "*non-traditional creditor*", concepto al que la doctrina de dicha tradición anglosajona ha dedicado notable atención¹⁶.

El "acreedor no tradicional" es, generalmente, definido allí como aquel acreedor que no ha tenido una relación comercial o de financiación previa o histórica con su deudor y es solo en un momento posterior al nacimiento mismo de la deuda, en que, generalmente, hay oportunidades puntuales de inversión en dicha estructura de deuda (bien por poder adquirirla a descuento en un escenario pre concursal o bien en el marco del propio concurso mediante compra de créditos concursales) cuando se integra en la masa pasiva de una determinada compañía deudora.

Describimos, brevemente, a continuación, las principales tipologías de acreedores que suelen ser parte de una estructura de financiación de un grupo empresarial tipo con determinado tamaño y nivel de operaciones y, por tanto, susceptibles de ser parte de un contrato entre acreedores.

Entidades de crédito tradicionales

Las entidades financieras y de crédito¹⁷, entendidas como aquellas contempladas en el artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de "Disciplina e Intervención de Entidades

16. Por todos, recomendamos la lectura de DOUGLAS, G., ROBERT, K. *Private Debt and the missing lever of corporate governance*. John M. Olin Law & Economics, Working paper, 2005, o para las posibilidades de financiación de este tipo de inversores, MACK, F. *The 2012 outlook for distressed investing: the year of the dragon*, pp. 43-44, *Financier Worldwide*, donde el autor constata la existencia de USD 477.000 millones comprometidos, pero no desembolsados por fondos de diversa índole, muchos de los cuales están virando sus posiciones hacia la inversión en deuda y, a los efectos del presente apartado, a la financiación directa sustituyendo a la banca más tradicional.

17. Es importante reseñar que en este apartado no nos estamos refiriendo al concepto empleado en sede concursal, traído por el artículo 122.1.2 LC, que con dudosa fortuna circunscribe su ámbito de aplicación a "entidades sometidas a supervisión financiera", dejando una imprecisa regulación de qué entidades podrían quedar englobadas. Se ha señalado doctrinalmente que la expresión "entidad sometida a supervisión financiera" en dicho contexto no se corresponde con una categoría legal y que, por lo tanto, habría de entenderse referida no sólo a entidades de crédito sometidas a supervisión financiera prudencial por el Banco de España, sino también a

de Crédito" -que, a su vez, remite al artículo 1 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio¹⁸ y que prácticamente coinciden con las reguladas en el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario-, siguen constituyendo una categorización de protagonismo esencial dentro de esta clasificación de partes de un contrato entre acreedores.

En esta categorización, cabe hacer especial hincapié en el hecho de que las entidades financieras que estamos denominando como tradicionales y que siguen ocupando un porcentaje principal dentro de la deuda de las compañías de nuestro país, pueden jugar diversos roles en la financiación, y que en cada uno de dichos roles van a ser partes firmantes del contrato entre acreedores que regulará su ulterior relación jurídica y de riesgo.

Así, las entidades financieras suelen aparecer, además de como financiadoras -generalmente, dentro de la categoría de acreedoras *senior*, con las notas que veremos a continuación-, como proveedores de instrumentos derivados o de cobertura, por lo que en el contrato entre acreedores habrá que darles un tratamiento diferenciado a ambas circunstancias o "roles".

De hecho, es habitual que los equipos dentro de las entidades financieras que

gestionan la deuda financiera pura y la que pudiera derivar de la liquidación de un derivado sean distintos -generalmente, los departamentos de originación, en el primer caso y de tesorería, en el segundo-, pues los riesgos, características y, por tanto, el tratamiento y derechos a regular bajo una y otra tipología de deuda son diferentes. Incluso, puede que no haya una alineación de posiciones entre los gestores de ambas, cuando, por ejemplo, el mejor interés para el derivado sea contar con una garantía, pero dicha garantía deba ser, necesariamente, "restada" de las que están a disposición de la propia entidad en su condición de acreedora *senior*.

En cuanto a idiosincrasia en la negociación del contrato e intereses estratégicos, generalmente, las entidades financieras que estamos definiendo como de corte tradicional, tendrán un incentivo de largo plazo en la compañía y su negocio suele fundamentarse en mitigar su riesgo tomando posiciones *senior* dentro de la deuda de la acreditada -plasmadas y recogidas en el contrato entre acreedores- y dejar a otros agentes que veremos a continuación las posiciones de más riesgo a cambio, generalmente, de un mejor tipo de interés o posibilidades más imaginativas de negocio. Dicha posición se traduce en una regulación en el contrato de acreedores que les de

cualquier otro intermediario financiero sometido a supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de sus homólogos comunitarios, englobando por tanto a lo que en este artículo definimos como "acreedores no tradicionales", si bien es una opinión que todavía deberá ser testada y ratificada en su casa en nuestros tribunales.

18. Artículo 1. Definición.

1. "A efectos de la presente disposición, y de acuerdo con la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, se entiende por entidad de crédito toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza."

2. Se conceptúan entidades de crédito:

- a. El Instituto de Crédito Oficial.
- b. Las Bancas.
- c. Las Cajas de Ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros.
- d. Las Cooperativas de Crédito.
- e. Los Establecimientos Financieros de Crédito.*

un acceso preferencial a garantías y flujos de caja y derechos preferentes a la hora de tomar decisiones sobre los mismos.

Sindicatos de Bonistas

El significado descenso de liquidez en las entidades financieras crediticias que venimos definiendo como tradicionales en el presente documento, ha llevado parejo el desarrollo de una vía de exploración de mecanismos de financiación alternativa. Entre ellos, destaca el aumento de emisiones de bonos como instrumento de financiación, manifestación principal de la financiación alternativa a la bancaria que proviene directamente del mercado de capitales.

En determinadas compañías sin un *rating* mínimo determinado, estos productos no representaban oportunidades de financiación competitiva en comparación con la tradicional financiación bancaria que podía conseguirse de modo más rápido y barato. Sin embargo, a medida que se quiebra dicha premisa por el encarecimiento progresivo en los diferenciales a los que cotizan las financiaciones las entidades tradicionales, la emisión de bonos por parte de dichas compañías que en el mayor número de casos, por la naturaleza, generalmente, carente de *rating* mínimo del emisor, se denominan "*high yield*", pasan a ser una alternativa real a la financiación bancaria.

Adicionalmente, y como ya mencionamos con anterioridad, determinadas legislaciones -como la citada *JOBS Act* norteamericana- tratan de suavizar los requisitos y trabas legales con el objetivo de que puedan producirse emisiones por parte de entidades de menor tamaño a las que, tradicionalmente, han venido efectuando

este tipo de operaciones. Dicha circunstancia, puede incrementar, más si cabe, la necesidad de regular pormenorizadamente las relaciones entre acreedores y bonistas.

En definitiva, se abre una interesante problemática legal sobre las formas en que pueden convivir grupos de acreedores bancaros o financieros con emisores de bonos *high yield* en los mercados de capitales que miden su riesgo por la calidad -o falta de ella- crediticia del deudor pero no por ocupar una posición "*junior*" dentro de su mapa de deuda, por lo que, generalmente, ambas posiciones conviven en un nivel *senior* y "*pari passu*" dentro de las estructuras de financiación.

Para un mayor desarrollo de esta cuestión, nos referimos al apartado V.4 del presente artículo, baste, por ahora, apuntar que, generalmente, las emisiones de bonos internacionales se estructuran a través de un "*trust*"¹⁹ que suscribe, generalmente, un "*indenture agreement*"²⁰ con el emisor y que representando, a su vez, al colectivo de bonistas es quien suscribe el contrato de su parte.

Acreedores no tradicionales: especial interés de fondos de diversa naturaleza

Como hemos sostenido, se viene observando ya en la práctica y los autores del presente trabajo prevemos que va a continuar con una fuerza creciente en el tiempo, una proliferación de lo que hemos definido como "acreedores no tradicionales" en las operaciones de financiación y, también, en el marco de situaciones pre-concursales o de refinanciación.

Entre estas entidades encontraríamos de modo especialmente prevalente fondos

19. El *trust* suele actuar como emisor fiduciario de los bonos y con posterioridad representa a los bonistas que suscriben los bonos de una emisión determinada.
20. El "*indenture agreement*" suele regular los términos esenciales de los bonos, tales como tipo de interés, período de repago, *covenants*, representaciones y suele suscribirse por el "*trust*" y el emisor de los bonos. En el caso de Estados Unidos la "*Trust Indenture Act of 1939*" regula en detalle esta cuestión y figura.

de inversión, "hedge funds" y, más señaladamente, entidades de capital riesgo, que generalmente toman posiciones *mezzanine* dentro de la deuda.

Los incentivos de estos "acreedores no tradicionales" se alejan, en cierto punto, de los propios de una dinámica de relación crediticia tradicional o de retornos de largo plazo, teniendo, generalmente, un componente corto-placista de maximización del valor de su inversión o de la conversión en capital de su deuda como vía de control de la compañía²¹, con lo que será su interés que el contrato entre acreedores al que se adhiera no le cercene dichas opciones estratégicas y, bajo esa óptica, llevará a término su análisis y negociación.

En muchos casos, la adhesión de este tipo de inversores no tradicionales al contrato entre acreedores será posterior al momento en que se originó la financiación, por lo que su role será, más bien, analizar en detalle el contrato de modo preliminar y tratar de negociar su novación, en caso de no ser satisfactorio para sus intereses objetivo o para sus vías previstas de actuación futura.

Motivados por sus intereses específicos, este tipo de entidades van a buscar en el contrato entre acreedores ciertos mecanismos de flexibilidad que les permitan maximizar el retorno de su inversión, bien mediante el acceso a determinadas garantías, bien mediante la posibilidad de influir con su voto en determinadas decisiones clave de la gestión del crédito empleando dicho poder de influencia como herramien-

ta comercial útil a la hora de alcanzar sus objetivos estratégicos y de rentabilidad.

Accionistas

Es muy habitual que los propios accionistas de la compañía, además, lógicamente, de ser titulares de la participación en el capital que les confiere tal condición de accionistas, sean parte, también, en la estructura de deuda de la misma, por vía de la concesión de financiaciones de distinta naturaleza.

Especialmente habitual es que lo sean en financiaciones en modalidad "project finance" en que de modo obligatorio y para reforzar la aportación de fondos al proyecto y la co-responsabilización de los propios accionistas en el buen fin tanto del propio proyecto como de la financiación que lleve aparejada, las entidades financieras siempre van a requerir de una aportación de fondos por los propios accionistas, bien por vía capital o bien, como suele ser habitual y es la acepción que nos ocupa, mediante una aportación mixta de capital y deuda. La deuda de accionista en un "project finance" siempre tiene rango subordinado estructural y contractual a la de las entidades financieras en su doble condición de financiadoras y proveedoras de cobertura.

Muy habitual es también la presencia de deuda de accionistas en operaciones de capital riesgo²² estructuradas para la adquisición de compañías target en formatos de "Leverage Buy Out" o "LBO"²³ de los que proliferaron en los tiempos, inmediatamente,

21. Para un estudio detallado de las distintas estrategias y posibilidades para alcanzar dicho objetivo, BUIL ALDANA, I. y CERDÁ MASIP, A. *When debt is the new equity: capital riesgo y distressed investing en un marco de crisis económica y reforma concursal*. Revista Española de Capital Riesgo, número 1/2102, pp. 3-20.
22. Para un estudio pormenorizado de estas estructuras de deuda subordinada de accionistas en el marco de las operaciones de capital riesgo, BERNAD RIPOLL, F. *La Deuda Subordinada y el Capital Riesgo*. 2012, Thomson Reuters Aranzadi, *El Capital - Riesgo: su operativa*, pp. 531 y ss.
23. Sobre determinadas particularidades de la deuda, la posición del accionista y la inversión en grupos que han pasado por un LBO relevantes a estos efectos, ver MINGUEZ PRIETO, R. y CERDÁ MASIP, A. *Adquisición de grupos refinanciados*. Revista Española de Capital Riesgo, número 4/2010, pp. 3-16.

anteriores a la crisis de liquidez. Esta deuda suele ser aportada por los propios fondos participantes en la operación y por regla general -diríamos que casi en la totalidad de los casos- tiene carácter bien subordinado o bien "mezzanine" -tal y como veremos a continuación en el presente artículo, dicho término aplica cuando un grupo de deuda, siendo "junior" respecto a la de los acreedores senior, generalmente, bancos tradicionales, tiene una mejor prelación con respecto a la de algún tercer grupo de acreedores.

Cuando en una operación determinada nos encontramos con este tipo de deudores cabe hacer una reflexión relevante que, aunque escapa, ligeramente, al ámbito del presente artículo, consideramos interesante traer a colación aquí.

En efecto, uno de los principales retos jurídicos de estas estructuras de deuda de accionista, lo encontramos cuando el fondo o accionista industrial interesado en estructurar una inversión, mediante deuda tenga una participación preexistente en el capital de la *target* por encima de un determinado porcentaje, lo cual resulta bastante habitual en segundas o ulteriores rondas de inversión, en situaciones de refinanciación o en operaciones donde un banco tradicional asume el rol de financiador ordinario por un lado y de accionista del proyecto por otro.

En tales supuestos, se correría un evidente riesgo de que, tal inversor/financiador en su condición de socio de la *target*, fuera considerado "persona especialmente relacionada" con el deudor a los efectos del artículo 93.2 Ley Concursal²⁴, resultando, además, en la calificación, como subordinada la financiación otorgada -artículo 92.5 de la Ley Concursal- y la pérdida de las garantías a favor de que hubieran sido constituidas en aseguramiento de la misma (artículo 97.2 de la Ley Concursal).

Para que un socio preexistente tenga la consideración de persona especialmente relacionada, dicho socio debe ser titular de, al menos, un 5% del capital social en una sociedad cotizada y un 10%. En caso de superarse dichos porcentajes, la transacción de deuda por parte del accionista podría verse comprometida, caso de contar con alguna garantía, por las importantes sanciones legales expuestas²⁵.

Esta particularidad suele tener su reflejo en los contratos entre acreedores que suelen establecer regulaciones específicas, cuando uno de los acreedores es también accionista, en el sentido de establecer, expresamente, que la eventual subordinación del crédito de dicho accionista no afectará al resto de acreedores y que, por lo tanto, caso de verse afectado el accionista de que se trate por dicha subordinación, ésta constituirá una

24. Específicamente, el artículo 93.2 Ley Concursal establece que "se consideran personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica:

[...]

3º.- Las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso (es decir, el socio directo) y sus socios (es decir, el socio indirecto), siempre que éstos reúnan las mismas condiciones que en el número 1 de este apartado".

25. Para mitigar dicho riesgo (que, sin embargo, seguiría latente), se podría llevar a cabo una estructura para la transacción pivotando sobre el concepto de que la definición de persona especialmente relacionada no parece incluir a sociedades que puedan pertenecer al grupo de un socio indirecto, que quedarían fuera del ámbito del 93.2 Ley Concursal y el riesgo de subordinación. Por tanto, se podría llevar a término una estructura basada en la inversión a través de una compañía "subholdco" participada por el fondo y que fuera socia de la socia directa y realizara "downstream loans" hacia la *target*. Pese a que no es posible excluir en su totalidad el hipotético riesgo de que en caso de concurso de dicha subholdco, el juez responsable del mismo considerara la financiación como subordinada a los efectos del artículo 93 LC, y por tanto, dicho riesgo seguiría siendo real, dicha estructura podría reducir el riesgo de modo importante.

excepción a la regla de reparto a "pro rata" de los pagos a efectuar por una acreditada determinada y también aquellos que resulten de una eventual ejecución de garantías.

1.2 Rangos entre acreedores.

A la hora de delimitar y ordenar la prevalencia entre distintos grupos de acreedores debemos distinguir entre prevalencia contractual, que sería la que se podría regular en un contrato entre acreedores y que derivaría de la libre voluntad de las partes, y la subordinación legal o "ex lege" que es aquella que nuestra legislación -fundamentalmente, de índole concursal o de normas protectoras de la integridad del capital- otorga a determinados créditos por razón de su propia naturaleza o por las características concurrentes asociadas a su acreedor particular.

Por sistemática, y aunque en algunas ocasiones las dos calificaciones van a estar entrelazadas, vamos a distinguir, en este punto, entre rangos o tipologías de créditos dentro y fuera del ámbito del concurso.

Distinción de grupos de acreedores en el ámbito extra-concursal

En el ámbito extra-concursal, existen diversos criterios, todos ellos objeto habitual de regulación explícita en los contratos entre acreedores como veremos en la correspondiente sección del presente artículo para regular el rango de prevalencia entre acreedores.

Los principales criterios de prelación y fijación de rango a tal fin serían (i) el orden de acceso a los flujos de caja y al reparto de los pagos que realice la acreditada, en caso

de que dichos pagos no alcancen a saldar todas las posiciones de deuda, (ii) el orden de acceso a las resultas de las garantías y el poder para decidir sobre su ejecución; y (iii) la mayor o menor cercanía en el pago.

Bajo dichas premisas, se suele agrupar los acreedores concurrentes en una misma financiación de proyecto²⁶ o en un mismo esquema de financiación corporativa entre acreedores *senior*, *mezzanine* y *junior* o subordinados.

Es habitual en la práctica que los criterios anteriormente enumerados sean correlacionados entre sí, de modo que, si un crédito ocupa una posición de acceso preferente a los flujos de repago ordinario, también lo sea en el acceso a posibles resultas que se obtengan de una eventual ejecución de garantías.

Describimos, brevemente, a continuación, las notas esenciales que suele tener cada formato de crédito por el que se le encuadra en una u otra categoría.

Acreedores senior

Son aquellos acreedores que cuentan con acceso preferente a los flujos de caja de la acreditada, mejor acceso a las resultas de ejecución de garantías, bien por rango en las reales o bien por la vía de establecerse una prioridad en el pago en la ejecución de las personales²⁷. También, es el grupo de deuda que, de modo habitual, tiene una fecha de vencimiento anterior en el tiempo, reforzando de modo "estructural" el carácter *senior* en pagos que se le da en el contrato entre acreedores.

-
26. En la estructura de financiación habitualmente utilizada para financiar proyectos intensivos en necesidades de capital y susceptibles de generar flujos de caja constantes para el repago de su propia deuda, modalidad conocida como "project finance", es habitual que conviva deuda *senior* o bancaria, deuda derivada de contratos de cobertura o derivados y deuda subordinada (con o sin carácter participativo) aportada por los accionistas, por lo que, en dichas estructuras financieras el contrato entre acreedores suele ser necesario y generalmente relevante para los financiadores.
27. En efecto la regulación de las garantías personales puede ser igualmente objeto de regulación en el contrato entre acreedores.

En efecto, la naturaleza puramente convencional de esta categoría obliga a que se regulen en detalle sus derechos asociados y su preferencia con respecto a otros créditos en sede del contrato entre acreedores.

Acreedores *mezzanine*

El término *mezzanine* viene del italiano "medio" y se trata de una tipología de deuda que cuenta con elementos típicamente asociados a una deuda *senior* -por ejemplo, tiene generalmente acceso a garantías y un criterio de pago anterior al de la deuda subordinada-, pero que expresamente se subordina a un tercer grupo de deuda -generalmente, la subordinada pura-, quedando, en consecuencia, en una posición intermedia entre la deuda *senior* y la subordinada.

Se trata, por tanto, de una categoría de acreedores muy abierta que en la práctica se determina por exclusión con respecto de las otras dos categorías esenciales y prototípicas de acreedores.

La sofisticación de los pasivos, de los balances de las compañías y de las estructuras de las propias operaciones de crédito ha llevado a que este formato de deuda, que como decimos, puede y suele contar con garantías de segundo rango -"second lien" en la jerga anglosajona- y un cierto acceso a flujos de caja, una vez se repague la deuda *senior*, ha ido aumentando su relevancia práctica y ha sido un instru-

mento habitual de inversión de fondos y acreedores no tradicionales de diversa naturaleza que sacrifican la seguridad jurídica de la deuda *senior*, a cambio de obtener determinadas ventajas como una mejor rentabilidad o dotar al crédito de carácter convertible u otras ventajas prácticas acordes a su estrategia.

Acreedores subordinados

Es importante reseñar por los efectos prácticos que se dirán a continuación, que, en esta sección, no nos referimos a aquellos acreedores considerados subordinados por la legislación concursal u otra norma de carácter imperativo²⁸, sino a aquellos créditos que, por pacto entre partes, ocupan el último lugar en el acceso a flujos de caja, de garantías y en el orden de pagos.

Siendo esta categoría de créditos la que ha sido, probablemente, objeto de mayor desarrollo normativo,²⁹ no ha sido, sin embargo, objeto de demasiadas definiciones por parte de nuestra doctrina más autorizada.

Como diversos autores han puesto de manifiesto, la deuda subordinada ha jugado un papel importante a la hora de mitigar los riesgos asumidos por los deudores más *senior*, complementando las necesidades de liquidez necesarias para acometer un determinado proyecto sin perturbar las garantías ni acceso a caja de dichos acreedores *senior* o *mezzanine*³⁰. Dado que estas aportaciones no serán atendidas, en tanto

-
28. Para un magnífico tratamiento de esta cuestión recomendamos la monografía de . GOLDENBERG SERRANO, J.L. *La Subordinación Voluntaria de Créditos*. Editorial Civitas, 2010.
 29. Así, a las características de la subordinación en sede concursal se refiere el artículo 92 de la Ley Concursal, y a la modalidad específica de subordinación aplicable a un préstamo participativo el artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, de la Ley de Medidas Urgentes para la Liberalización y Mejora de la Productividad.
 30. BERNAD RIPOLL, F. *La Deuda Subordinada y el Capital Riesgo*. 2012, Thomson Reuters Aranzadi, *El Capital - Riesgo: su operativa*, p. 500. GOLDENBERG SERRANO, J.L. *La subordinación voluntaria de créditos*. Madrid, Civitas, 2011, p. 191. En sentido contrario, FERRARA F. y BORGIOLO A. *Il fallimento*. Giuffrè, Milán, 1995 p. 207) y MAFFEI ALBERTI. *Comentario Brevi all Legge Fallimentari*. Cedam Milán, 2000 p. 669). No obstante, el concepto de garantía de las aportaciones patrimoniales admite grados y parece innegable el efecto de garantía que presenta para los acreedores preferentes.

otras, de carácter preferente -ya sean *senior* o *mezzanine*-, sean amortizadas en su totalidad, la consideración que se debe dar a las mismas por parte de los acreedores preferentes a la hora de considerar la capacidad de endeudamiento de la sociedad deudora en cuestión, deberá ser análoga a la del capital social o al resto de partidas que integran los fondos propios³¹.

Otro formato habitual de deuda subordinada es la deuda intragrupo que por exigencia de los acreedores preferentes suele ser de obligada subordinación, en el marco de operaciones más complejas.

Mención aparte en esta categoría merece la deuda subordinada de carácter participativo. Los préstamos participativos constituyen un instrumento de financiación empresarial cuya característica y funcionalidad fundamental, lo constituye el hecho de que podrán ser considerados patrimonio neto a los efectos de fondos propios, en causas de liquidación y reducción de capital de sociedades mercantiles. A pesar de dicha característica esencial, los préstamos participativos difieren de los estrictos fondos propios de cualquier sociedad por compartir el requisito fundamental de los recursos ajenos, esto es, la obligación de restitución en fecha cierta.

Por lo tanto, los préstamos participativos constituyen un pasivo exigible más en el balance de las sociedades.

La figura comparte, no obstante, dos características esenciales con los fondos propios de las sociedades, en particular, la subordinación a los acreedores ordinarios, en el marco del concurso y la vinculación de su retribución a que la sociedad prestataria tenga unos determinados niveles de desempeño³². La confluencia de dichos dos factores ha llevado al legislador a considerar, únicamente, a efectos de cómputo de patrimonio neto en causas de liquidación que los préstamos participativos tienen la consideración de fondos propios.

En concreto, el art. 20 del RDL 7/1996 define e identifica los préstamos participativos como aquellos que reúnen las particularidades allí enumeradas³³.

Como complemento a los puntos anteriores, cabe decir que, en su condición de deuda, los préstamos participativos constituyen una especialidad en los contratos de préstamo ordinarios. Deben respetar, por tanto, no sólo los requisitos establecidos en el RDL 7/1996, sino también los elementos esenciales de todo préstamo.

31. GOLDENBERG SERRANO, J.L. *La subordinación voluntaria de créditos*. Madrid, Civitas, 2011, p. 191. Tal y como señala este autor, parte de la doctrina se opone a esta consideración porque no cabe equiparar la subordinación a la renuncia (cita FERRARA F. y BORGIOLO A. *Il fallimento*, Giuffrè, Milán, 1995 p. 207) o con argumentos similares porque afecta únicamente a la exigibilidad y no a la subsistencia del crédito (cita MAFFEI ALBERTI, *Comentario Brevi all Legge Fallimentari*, Cedam Milán, 2000 p. 669).

32. En este punto, la asimilación a los recursos propios, como consecuencia de vincular la remuneración al desempeño de la prestataria, resulta evidente, tal y como ha resuelto el ICAC (BOICAC núm. 78/jun. 2009) para que "... aquellos contratos en que los intereses tengan carácter contingente, bien porque se pacte un tipo de interés fijo o variable condicionado al cumplimiento de un hito por la empresa prestataria, por ejemplo la obtención de beneficios, o bien porque se calculen exclusivamente por referencia a la evolución de una actividad de la citada empresa, el fondo económico de la operación resulta similar al de los contratos de cuentas en participación".

33. *Uno. Se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:

a. La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.

b. Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa

Distinción de acreedores en el ámbito concursal

En España, existen cuatro grandes categorías de créditos en sede concursal: (i) créditos con privilegio especial -generalmente, aquéllos créditos que gozan de garantía real, (ii) créditos con privilegio general³⁴, (iii) créditos ordinarios; y, finalmente, (iv) créditos subordinados³⁵ -salvo excepciones, la subordinación es *ex lege* y viene impuesta por la propia Ley Concursal.

Un principio inspirador de la Ley Concursal es la igualdad de trato de los acreedores que constituye la regla general del concurso y sus excepciones son limitadas³⁶. Las excepciones que la ley admite son positivas o negativas en relación con los créditos ordinarios; los créditos privilegiados tienen mejor tratamiento que los créditos ordinarios y los créditos subordinados tienen peor tratamiento que los créditos ordinarios.

Dicha prelación determina el orden de pago de los créditos y su sujeción con carácter

obligatorio al convenio que pueda ser alcanzado. A los acreedores privilegiados sólo les afectará el convenio si lo aceptan voluntariamente y, si así lo hicieran, exclusivamente, en lo relativo a las medidas de quita o espera convenidas, pero no perderán su derecho al pago con prioridad respecto de los ordinarios ni las garantías de que pudieran gozar.

Existe, asimismo, una categoría especial de créditos contra la masa. Estos son, como regla general, los créditos nacidos con posterioridad a la declaración del concurso³⁷. Dichos créditos no están sujetos a prelación ni reconocimiento y deberán ser satisfechos, en principio, a sus respectivos vencimientos, puesto que, no se ven afectados por la situación del concurso, si bien las medidas propias de dicho procedimiento pueden afectar a su pago.

2. El deudor como parte.

El deudor no constituye, en nuestra opinión, un elemento subjetivo esencial del contrato entre

con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos.

c. *Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.**

34. Los créditos con privilegio general incluyen (i) los créditos por salarios (con la limitación legal del triple del salario mínimo interprofesional) e indemnizaciones por extinción de contratos, accidentes de trabajo y enfermedades profesionales, devengados con anterioridad a la declaración de concurso, (ii) las retenciones tributarias y de Seguridad Social; (iii) los créditos por trabajo personal no dependiente y los que correspondan al autor por la cesión de los derechos de explotación de la obra objeto de propiedad intelectual, devengados durante los seis meses anteriores a la declaración de concurso; (iv) los créditos tributarios, los demás de Derecho público y los de Seguridad Social hasta el cincuenta por ciento de su importe; (v) los créditos por responsabilidad civil extracontractual; (vi) el cincuenta por ciento de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación; y (vii) finalmente, el cincuenta por ciento de los créditos de que fuera titular el acreedor a instancia del cual se hubiere declarado el concurso.
35. La Ley Concursal introduce la nueva categoría de créditos subordinados, que quedan postergados tras los ordinarios por razón de: (i) su tardía comunicación, (ii) pacto contractual, (iii) su carácter accesorio (por ejemplo, recargos e intereses, excepto los que tengan garantía real), (iv) su naturaleza sancionadora (multas), o (v) la condición personal de sus titulares (personas especialmente relacionadas con el concursado, partes de mala fe en actos perjudiciales para el concurso o que obstaculicen el cumplimiento del contrato en perjuicio del interés del concurso).
36. PRENDES CARRIL, P., ALVARGONZÁLEZ, A., GÓMEZ MARTÍN, F. *Guía práctica concursal*. Thomson Aranzadi, 2009, pp. 171 y ss.
37. Se consideran también créditos contra la masa el cincuenta por ciento de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería otorgados en el marco de un acuerdo de refinanciación y, en caso de apertura de la liquidación por incumplimiento del convenio, los ingresos de tesorería que se hubieran otorgado para financiar el plan de viabilidad.

acreedores, pudiendo, por tanto, los acreedores suscribir un contrato, perfectamente, válido sin la concurrencia de éste, que tendrá reguladas sus obligaciones en los contratos de financiación y garantías que se suscriban, sin necesidad de que concurra su voluntad para validar los pactos internos entre acreedores.

Sin embargo, diversos elementos de índole práctica pueden aconsejar que, aun no revistiendo dicho carácter esencial, el deudor sea, efectivamente, parte del contrato,³⁸ tales como la voluntad de que el deudor asuma determinadas obligaciones bajo dicho contrato que no aparecen en otros documentos de la financiación y eliminar todo resquicio de duda de que, en aplicación del principio de relatividad de los contratos, alguno de los pactos, allí contenidos, no le vincule.

También será aconsejable que el deudor sea parte para que cumpla con estructuras de orden de pago que sean distintas a las pactadas en algún título bilateral que un deudor tenga con un acreedor determinado, de modo que, se evite que el pago efectuado al acreedor aparente tenga alcance liberatorio. Esta posibilidad, que, a priori puede parecer contradictoria, no es del todo infrecuente, en el marco de procesos de refinanciación en que, durante un determinado período de tiempo, conviven pólizas bilaterales que no han sido novadas de modo efectivo con contratos entre acreedores que imponen que ningún acreedor -sea en sindicado o bilateral- pueda recibir importes que no respeten el contenido del acuerdo entre acreedores.

Por lo tanto, si bien la concurrencia del deudor no constituye elemento esencial de esta figura, la práctica forense viene abogando de modo cada vez más significado porque el deudor suscriba el documento, sobretodo, en el marco de procedimientos de refinanciación o financiaciones, en las que el acuerdo entre acreedores

afecta a una multiplicidad de instrumentos de deuda no integrados en un mismo documento de deuda sindicada.

IV. ELEMENTOS OBJETIVOS

Si bien resulta complejo poder hablar de un auténtico contenido objetivo completamente estandarizado que deba integrar el contrato entre acreedores, pues tal contenido resulta bastante variable en función del tipo de transacción del que el contrato forma parte, sí cabe enumerar algunos elementos básicos que con alta probabilidad podremos encontrar en cualquier contrato entre acreedores que la práctica nos ofrezca. A tal objetivo dedicamos el presente apartado de este trabajo.

1. Determinación de rango entre grupos de acreedores.

En línea con lo apuntado en el apartado anterior, un aspecto fundamental regulado en el contrato entre acreedores será aquel que determine, efectivamente, los derechos, obligaciones y acceso de cada uno de los grupos y tipos de acreedores concurrentes, tanto a los flujos de caja del deudor aplicables al pago -orden de prelación de pagos-, como a aquellos importes que puedan resultar de una eventual ejecución de las garantías de la financiación en un escenario de impago del deudor de que se trate.

Así, será el contrato entre acreedores el marco en el que se regulará el orden de pago entre acreedores, tanto en cuanto a fecha, como en cuanto a criterio -proporcional o beneficiando a unos acreedores frente a otros en el reparto de cualesquiera importes obtenidos- y donde se establecerán, tanto la regla general de pagos -que, generalmente, será la mancomunidad o *pari passu* entre acreedores de un mismo rango y de subordinación expresa de aquellos que por pacto consensual deben tener tal consideración³⁹- y repartos de importes entre

38. Tal como veremos en la sección correspondiente del presente artículo, tal es el caso, por ejemplo, en el modelo de contrato entre acreedores elaborado por la *Loan Market Association*.

39. Un ejemplo de cláusula típica de subordinación contractual podría tener el siguiente tenor:

acreedores diferenciados como las excepciones a las reglas generales que se fijen.

Será en el contrato entre acreedores donde se dará carta de naturaleza a los privilegios de pago y fechas de vencimiento que tengan origen convencional, esto es, surgidas de los pactos alcanzados por las partes al margen de las previsiones legales a las que, también, nos hemos referido a lo largo del presente artículo.

2. Procedimientos y sistemas de ejecución y reparto de garantías.

Otro apartado fundamental del contrato entre acreedores será aquel que se establezca el régimen de mayorías y el procedimiento de declaración del vencimiento de la deuda y ejecución de garantías a seguir para proceder con tal ejecución⁴⁰.

En ocasiones se establecerán, además de meras reglas de ejecución por mayoría y procedimientos al efecto, qué grupos de deudores son los que podrán participar en la votación -en ocasiones, la decisión sobre ejecución de garantías será reservada a un determinado grupo de acreedores, generalmente, los que ocupen una posición *senior*.

Dicha regulación se completará con la del régimen de reparto del producto de la ejecución, tal como veíamos en el apartado anterior. Es común también que, con la aquiescencia del deudor, se pacte que aquellos importes que

queden sobrantes en una ejecución una vez satisfechas las deudas de un grupo determinado de acreedores -por ejemplo los más *senior*- pase a satisfacer las de un grupo de menor rango -los *mezzanine* o subordinados-.

3. Regulación de procesos de toma de decisión.

Vital para la buena gestión y orden del crédito va a ser, igualmente, regular en sede de contrato entre acreedores, aspectos tales como qué mayorías de acreedores son necesarias para tomar unas determinadas decisiones sobre los créditos objeto del contrato.

De nuevo, en el panorama actual que incluye multiplicidad de tipologías de acreedores y créditos, va a ser, especialmente, relevante efectuar una buena regulación *ad hoc* para cada situación de qué mayorías son requeridas y qué grupo de acreedores puede tomar qué determinadas decisiones.

Como regla habitual, se puede establecer que la generalidad de las decisiones -aprobaciones de determinados *waivers* solicitados por los deudores u otras decisiones en la gestión del crédito- requieran de una mayoría de acreedores, ya sea simple o calificada para aquellas decisiones de mayor relevancia. También es posible que determinadas decisiones sean tomadas, únicamente, por un determinado grupo de acreedores, generalmente, los que tengan un rango más *senior*.

"Los Acreedores Subordinados reconocen expresamente que los derechos de crédito que resulten para los Acreedores Senior del "Contrato de Préstamo Sindicado" serán satisfechos de conformidad con lo establecido en el presente Contrato. Así, los Acreedores Subordinados reconocen expresamente que la satisfacción de la totalidad de los derechos de crédito que los Acreedores Subordinados ostenten en cada momento frente a las Acreditadas se halla plena y completamente subordinada a la previa y completa satisfacción de los derechos de crédito de los Acreedores. Los Acreedores Subordinados manifiestan a los Acreedores Senior en virtud del presente Contrato que no existe ningún acuerdo, documento o pacto que desvirtúe, modifique o afecte a los términos de la subordinación establecida en el presente Contrato."

40. Un ejemplo de cláusula en tal sentido podría tener el siguiente tenor:

"Las Entidades Financiadoras pactan expresamente que únicamente el Agente estará facultado para ejercitar cualesquiera Acciones de Ejecución [que incluyen en general la ejecución de garantías] en relación con la deuda resultante del Contrato de Préstamo Sindicado, previo acuerdo alcanzado por la Mayoría de las Entidades Financiadoras"

Como regla general, dicha regulación se incluirá también dentro del propio contrato de crédito.

4. Reglas de coordinación en determinadas actuaciones.

Serán, igualmente, objeto de regulación legal, en sede de contrato entre acreedores, determinadas reglas de coordinación de actuaciones -o, en muchas ocasiones, de "evitación" de emprender actuaciones- entre dichos acreedores.

Así de modo habitual se establecerán regulaciones como que ninguno de los acreedores concurrentes puede solicitar el concurso de la deudora⁴¹ sin, cuanto menos, notificar con un tiempo razonable de antelación al resto -o, en la mayoría de los casos, sin mediar acuerdo de la mayoría de entidades acreedoras- o que no podrá resolver de modo individual su parte del crédito sin un proceso de preaviso determinado.

Otro apartado habitual que cabría en esta categorización serían determinadas renunciaciones a derechos que harían los acreedores subordinados o *mezzanine* con respecto a los *senior*, en aras a no perjudicar con sus actuaciones

Se trata, en definitiva, de que un grupo de acreedores o un determinado acreedor individual no perjudique con su actuar una estrategia que pueda ser más beneficiosa para la comunidad acreedora, sin, al menos, ponerlo en conocimiento de ésta.

V. EL CONTRATO ENTRE ACREEDORES EN SITUACIONES PARTICULARES:

CONTEXTO DE CRISIS FINANCIERA Y DE CONVIVENCIA DE ACREEDORES TRADICIONALES Y BONISTAS

1. La subordinación contractual: el artículo 92 de la Ley Concursal y su carácter de subordinación absoluta.

El artículo 92 Ley Concursal al que hemos aludido con anterioridad cuando regula los supuestos de subordinación en concurso prevé la subordinación de aquellos "créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor".

Es decir, la Ley Concursal establece la subordinación absoluta con respecto a todos los acreedores del deudor- como causa de subordinación de un crédito, pero no así la relativa -con respecto a ciertas clases de acreedores del deudor-. Esto implica que, en los concursos que se sustancian en España, los privilegios contractuales que resulten de subordinaciones que con respecto al pago de cierta deuda haya asumido un grupo de acreedores frente a otro, carecen de virtualidad práctica en el momento de calificación de los créditos.

Por lo tanto, tanto el juez del concurso como la administración concursal no estarían vinculados por los acuerdos que fueron alcanzados entre los acreedores en relación con el orden de prelación en la deuda al aprobar o confeccionar, en su caso, la lista de acreedores del concurso⁴².

Todo lo anterior, sin perjuicio de que el contrato entre acreedores siga siendo vinculante para

41. Una cláusula tipo en dicho sentido, podría ser: "De conformidad con lo establecido en el presente Contrato, una Entidad Financiadora de forma individual no podrá solicitar la declaración de concurso necesario de cualquiera de los Deudores o de cualquiera de los Garantes, exigiéndose a tal efecto acuerdo favorable de la Mayoría de Entidades Financiadoras"

42. PULGAR EZQUERRA, J. *Preconcursalidad y Acuerdos de Refinanciación. La Ley, 2012*, pp.242, que, en este sentido, entiende que el pacto de subordinación "sobre la base de esa naturaleza contractual, no afecta a terceros y no siquiera al deudor" y "sus efectos [los del contrato entre acreedores] se producen al margen de éste [del concurso] y exclusivamente en el marco de las relaciones internas de los acreedores que lo suscribieron". También, en este sentido, BUIL ALDANA, I. y CERDÁ MASIP, A. *When debt is the new equity: capital riesgo y distressed investing en un marco de crisis económica y reforma concursal*. Revista Española de Capital Riesgo, número 1/2102, pp. 3-20

las partes y que, en supuestos de incumplimiento del mismo, la parte cumplidora pueda hacer valer sus derechos contractualmente negociados -por ejemplo, la prioridad en el pago-, mediante el ejercicio de las correspondientes acciones judiciales fuera del procedimiento concursal.

Vale mencionar que una serie de autores han mantenido en recientes artículos doctrinales posiciones diferentes a la opinión prevalente⁴³ estableciendo que cabe la subordinación convencional por convenio entre las partes y que dicha categorización debería ser tomada en consideración en sede de concurso.

2. La subordinación en EEUU: el artículo 510(a) del US Bankruptcy Code.

Vemos pertinente en este punto, incluir una breve nota de derecho comparado traída de una de las jurisdicciones llamada a influir, de modo creciente, la regulación concursal y "pre-concursal" de nuestro país, como es Estados Unidos.

Así, a diferencia de lo que ocurre con la regulación positiva de la subordinación ex Ley Concursal en nuestro país, en Estados Unidos sí cabe una suerte de subordinación relativa o parcial, de modo que, los créditos sean subordinados sólo a algunos efectos. Así, los *intercreditors agreement* sometidos a Ley de Nueva York típicamente incorporan regulaciones específicas para definir qué se debe entender por créditos subordinados o de segundo rango -*second-lien financings*- y las reglas que deben regir entre

los distintos acreedores -generalmente, financieros- dentro de la estructura de deuda de su deudor común.

Resulta difícil hablar de una práctica de mercado generalizada en EEUU para contratos entre acreedores, pero es habitual que los llamados "*second lien creditors*" no estén, necesariamente, subordinados en orden de pago, pero sí en acceso a las resultas de la ejecución de las garantías comunes. Adicionalmente, y, quizá de modo más interesante a los efectos del presente artículo, los contratos entre acreedores sometidos a dicha jurisdicción incorporan de modo habitual renuncias a determinados derechos del deudor en un futuro proceso concursal, en el intento de que los acreedores de primer rango obtengan una posición privilegiada en el seno de dicho procedimiento.

En este sentido, el artículo 510(a) del US Bankruptcy Code establece que los acuerdos de subordinación -generalmente, *intercreditors*- son aplicables en un proceso concursal sujeto a dicho cuerpo legal en términos equivalentes a los que resultarían en un escenario extra concursal por aplicación de la normativa que resulte aplicable -*applicable nonbankruptcy law*⁴⁴. Por lo tanto, en aquellos supuestos en los que el juez concursal deba aplicar los términos de un acuerdo de subordinación, los aplicará de conformidad con lo previsto en la normativa del concreto estado de los Estados Unidos a la que esté sujeto dicho acuerdo -y también, dependiendo de las circunstancias, derecho federal- o, en su caso, en la normativa internacional que resulte de aplicación.

43. VEIGA COPO, A. *Los créditos subordinados en la Ley Concursal*. RDBB núm. 102 Abril-Jun. 2006 pp. 21 que defiende que "(...) cabe por tanto a nuestro juicio el pacto que establezca el alcance de la subordinación por lo que la satisfacción de los créditos subordinados convencionalmente habrá de incluirse en el exacto lugar y orden que las partes acordaron" y BERNAD RIPOLL, F. *La Deuda Subordinada y el Capital Riesgo*, 012, Thomson Reuters Aranzadi, *El Capital - Riesgo: su operativa*, quien establece expresamente que "esto no es óbice para que mantengamos el criterio de que la subordinación prevista en el artículo 92 de la Ley Concursal permite la prevalencia de la voluntad de las partes de forma que, si éstas han acordado que la subordinación opere exclusivamente en relación con un préstamo preferente, el ámbito de la subordinación concursal no podrá exceder ese límite. Lo que no es posible, es que por el pacto entre las partes se altere la preferencia del crédito en beneficio de un acreedor. Un ejemplo de pacto nulo lo sería el que tratase de dar preferencia en el cobro a un crédito participativo sobre los acreedores ordinarios, en un supuesto de liquidación".

44. Específicamente, el artículo 510(a) del US Bankruptcy Code establece que: "[a] subordination agreement is enforceable in a case under [the Bankruptcy Code] to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law." 11 U.S.C. § 510(a).

Por lo tanto, y dado que la subordinación y su tratamiento concursal va a venir determinado por los términos del contrato de subordinación o *intercreditor*, es importante que las provisiones de subordinación contractual -en cuanto a pago, ejecución de garantías, etc.- sean precisas y explícitas a los efectos de evitar ambigüedades que pueden impactar en la aplicabilidad del contrato de subordinación en sede concursal. A dichos efectos, por ejemplo, los tribunales de Nueva York -siendo el derecho de dicho estado al que se sujetan, mayoritariamente, dicho tipo de contratos- han fijado, jurisprudencialmente, que para resultar de aplicación las cláusulas de subordinación deben ser claras, explícitas y precisas en cuanto a su régimen y efectos. Es decir, en el clausulado del contrato de subordinación o *intercreditor* debe constar, claramente, qué derechos están siendo objeto de subordinación o qué garantías tienen un régimen de ejecución restringido, puesto que, de lo contrario, los tribunales han mostrado reticencias, en aquellos supuestos en los que los acreedores junior no han sido suficientemente informados de sus derechos en dichos contratos, como consecuencia de la parquedad o falta de claridad en las provisiones de los mismos.

Pese a todo lo anterior, los efectos del artículo 510(a) podrán, también, verse afectados, en aquellos supuestos en los que el contrato de subordinación contengan provisiones que puedan ser consideradas contrarias al orden público concursal o "*bankruptcy public policy*". En este sentido, por ejemplo, algunos *bankruptcy courts* -tribunales federales competentes para conocer de los procesos concursales- han señalado en sus resoluciones que ciertas provisiones de los contratos de subordinación no resultan de aplicación en sede concursal al prever ciertas renunciaciones o cesión

de derechos -*ancillary bankruptcy rights*- que, como consecuencia del orden público concursal, son irrenunciables o no cedibles,⁴⁵ en virtud del orden público concursal. No obstante lo anterior, otros tribunales han aplicado el concepto de "*bankruptcy public policy*" de forma más limitada, entendiendo que se encuentran dentro del alcance del artículo 510(a) y son, por ende, aplicables en sede concursal provisiones contractuales, tales como la cesión de los derechos de voto de los acreedores en sede concursal o la renuncia del acreedor junior a oponerse al *plan of reorganization*, propuesto en sedes concursales.

Finalmente, conviene señalar que el artículo 510(a) no concede al juez concursal una competencia *ad hoc* sobre las disputas que pueden surgir en relación con el *intercreditor* y sus efectos o alcance. Así, el juez concursal estará sujeto a las normas de competencia previstas en el United States Code (artículo 157(b) o (c) del título 28) y, en el supuesto de que carezca de dicha competencia, deberá ejecutar la sentencia que sea dictada en el correspondiente procedimiento civil por el juez competente.

3. El contrato entre acreedores en escenarios de convivencia de bonos y acreedores senior.

Como enunciábamos en el apartado introductorio del presente artículo, la proliferación en los distintos mercados europeos de emisiones de bonos de riesgo o "*high yield*" ha contribuido al desarrollo de la regulación de contratos entre acreedores en los que se arbitren, de modo más o menos complejo dependiendo de los casos, mecanismos de regulación de las relaciones entre ambos tipos de actores.

45. Por ejemplo, el tribunal de *Hart Ski* determinó que un *intercreditor* no resulta aplicable en sede concursal en aquellos supuestos en los que un acreedor renunciase a su derecho concursal al "*adequate protection*" de su derecho (protección adecuada) o su derecho a solicitar el levantamiento de la paralización concursal (*automatic stay*) en aquellos supuestos en los que tuviera derecho a ello de conformidad con los términos del *Bankruptcy Code*. *In re Hart Ski Mfg. Co., Inc.*, 5 B.R. 734, 736, 6 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 968, 2 Collier Bankr. Cas. 2d (MB) 1189, Bankr. L. Rep. (CCH) P 67691 (Bankr. D. Minn. 1980) ("*[t]he Bankruptcy Code guarantees each secured creditor certain rights, regardless of subordination, which cannot be affected by the actions of the parties prior to the commencement of a bankruptcy case.*").

Como regla general, los bonistas "high yield" comparten posiciones *senior* dentro del esquema de acceso a pagos y a garantías, pudiéndose entender, con carácter general, que dichos grupos mantienen una posición "*pari passu*" entre sí⁴⁶.

Así, es común que el contrato entre acreedores suscrito entre los tenedores de bonos y los tenedores de deuda *senior* establezca, inicialmente, una situación *pari passu* entre ambos tipos de acreedores, en cuanto a privilegios, rango, prioridad en el pago y garantías.

Es habitual que cada acreedor -ya sea el *senior* ordinario o el representante de los bonistas- declare en beneficio del otro que no tiene más obligados dentro del grupo del deudor de que se trate ni más garantías que las que se han puesto de manifiesto y se comprometa -del mismo modo que lo haría frente a acreedores de su mismo "grupo" o naturaleza- a no aceptar ningún tipo de garantías a futuro si, simultáneamente, no se otorgan garantías similares en beneficio del otro grupo de acreedores.

Adicionalmente, ambos tipos de acreedores se comprometen a aplicar las provisiones del contrato entre acreedores, incluso, en el caso de que alguno de los instrumentos de deuda *senior* o de bonos sea rescindido o declarado nulo o inejecutable salvo lo previsto para el caso de personas, especialmente, relacionadas de la Ley Concursal-.

Si bien lo anterior entra dentro de lo habitual para contratos de este tipo, es muy habitual que, en estas situaciones, se puedan establecer particularidades, como que hasta una fecha concreta tengan que ejecutar conjuntamente las garantías bonistas y acreedores *senior*, mientras que, a partir de dicha fecha, en la que ningún acreedor hubiera tenido que acceder a las garantías -generalmente, una fecha detrás

de un hito de riesgo identificado previamente la única obligación que tenían era comunicar a la otra parte su intención de ejecutar las garantías para darle a ésta la posibilidad de ejecutarlas conjuntamente, si bien, en el caso de que decidiera no hacerlo, podría, unilateralmente, hacerlo el grupo de acreedores que hubiera iniciado la ejecución.

Adicionalmente, es habitual que la cascada de pagos recogiera que aquellos acreedores que decidieran no colaborar en la ejecución de las garantías fueran los últimos en cobrar de las cantidades obtenidas -sólo por delante de las personas especialmente relacionadas con el concursado según el artículo 93 de la Ley Concursal-, de modo que se incentivase la colaboración entre ambos grupos.

No resulta extraño, igualmente, que los bonistas regulen, en el contrato entre acreedores, que dejen que sean los acreedores "bancarios" más tradicionales los que decidan sobre el procedimiento e impulso de una ejecución de garantías, aunque las resultas de dichas garantías deban, posteriormente, ser compartidas entre ambos. La razón de ser de dicha posición es que, generalmente, los bonistas pueden entender que los acreedores bancarios van a tener una mayor experiencia y conocimiento para llevar a cabo tal ejecución.

4. El contrato entre acreedores en escenarios de refinanciación.

En situaciones de crisis financiera en las que las sociedades deudoras que se encuentran en situación de insolvencia inminente o iliquidez temporal optan por una salida extra concursal y negociada con sus acreedores a la situación de iliquidez. Los acuerdos entre tales acreedores que participan en la refinanciación, incluyen determinadas particularidades propias de la especial situación del deudor que, máxime en

46. Para un análisis detallado de la relación entre ambos tipos de acreedores en los "*intercreditor agreement*" que se han venido negociando en Nueva York, ver RYAN, John. *Evolving Intercreditor Relationships Among European High Yield Issuers*, *Banking Law Journal*, n.º 118, 2001, p. 339.

el actual contexto de proliferación de tales situaciones, entendemos merecen ser abordadas de modo individualizado en el presente punto.

En efecto, la razón de ser de dichas particularidades se asienta, precisamente, en la situación de necesidad de liquidez de la compañía y, más en particular, en el especial respeto y necesidad de coordinación entre acreedores que dichas situaciones ameritan. Téngase en cuenta que de nada valdrían los generalmente arduos efectos que realizan tanto los financiadores como la propia deudora a lo largo de un proceso de refinanciación si, con posterioridad a su acontecimiento, un acreedor de modo individual pudiera, sin existir siquiera una sanción contractual, desligarse de la decisión de refinanciación adoptada en perjuicio del resto de acreedores y del propio deudor.

De acuerdo con lo anterior, las entidades financiadoras asumirán, expresamente, una serie de compromisos y obligaciones adicionales, durante el período de vigencia de los acuerdos adoptados, en el marco de la refinanciación, ya sea en forma de contratos o acuerdos de espera -"standstill" separados que no sólo les vinculan frente a la compañía, sino, también, de modo recíproco, entre sí -constituyendo su regulación en algunos aspectos una "primigenia" relación propia de contrato entre acreedores, que una vez concluido el proceso de refinanciación se puede y suele plasmar en un auténtico contrato entre acreedores- o bien, en una fase posterior, en una cristalización en el largo plazo de dichos acuerdos -generalmente, configurados para tener una vigencia ligada a la del propio proceso de negociación de la refinanciación- en auténticos acuerdos entre acreedores.

En el marco de dichos acuerdos suscritos por y entre los acreedores en procesos de refinanciación, destacan algunas notas o regulaciones que suelen ser habituales en tales contextos, entre las que nos gustaría enfatizar:

a) No "cortar", de modo unilateral, las líneas de circulante de la compañía, que, en modo de líneas de *confirming*, *factoring* o de mera financiación directa de circulante, suelen dar a la compañía el "oxígeno"

necesario para acometer sus actividades ordinarias de corto plazo. Así, la regulación típicamente incluida impone mantener las líneas de *factoring*, descuento comercial, etc., así como las líneas de anticipo de facturas, en su caso, en los mismos términos pactados en ellas y, en particular, seguir procediendo a descontar o anticipar las facturas o efectos, en términos similares a los que hubiesen ido realizando hasta la fecha del acuerdo.

De este modo, se trata de evitar que una entidad puede efectuar actuaciones de modo unilateral sobre las líneas o que, si las acomete, esté incumpliendo obligaciones frente al resto de entidades.

- b) No iniciar ni proseguir cualquier actuación judicial o extrajudicial dirigida contra la compañía, con la finalidad de declarar el vencimiento anticipado de los contratos de financiación o reclamar las cantidades por ella/s adeudadas, como consecuencia de la financiación otorgada, mediante dichos contratos, sin antes notificarlo al resto de entidades para, en su caso, iniciar una actuación coordinada. Generalmente, se pacta que, transcurrido un período desde tal notificación, quede expedita la vía para que se pueda proceder al vencimiento y resolución individual -no así, habitualmente, a la ejecución de garantías, que con total seguridad requerirá del voto favorable de la mayoría de entidades-.
- c) No ceder ni transmitir, de manera directa o indirecta, su posición contractual en virtud de los contratos de financiación o, en su caso, de cualesquiera documentos de financiación que se hubiesen otorgado en procesos de refinanciación que la compañía hubiese acometido con anterioridad. Este pacto, no tan habitual como los anteriores, busca, en ocasiones, evitar la cesión de deuda a un "acreedor no tradicional" -en el sentido descrito en apartados anteriores del presente artículo- que pueda interferir, mediante una estrategia individual y cortoplacista en la gestión del crédito común.

- d) No exigir a la deudora la constitución de ninguna garantía que hubiese sido objeto de promesa bajo los contratos de financiación, y, por ende, reservada a otro fin.
- e) No iniciar ningún procedimiento de ejecución judicial o extrajudicial de las garantías existentes bajo los contratos de financiación.

Asimismo, en contraprestación a dichos compromisos que, como hemos indicado, es habitual que de cara a reforzar su exigibilidad sean asumidos, no solo frente a la deudora, sino por las acreditantes, recíprocamente, entre sí, es habitual que la compañía asuma, a su vez, una serie de obligaciones que den mayor confort a dichas entidades financiadoras, en el contexto de desequilibrio económico-financiero por el que pueda atravesar la compañía -en ocasiones, aun habiendo cerrado con éxito el proceso de refinanciación-.

Dichos compromisos, que, generalmente, no se incluyen en el contrato entre acreedores, sino, en otros documentos integrantes del acervo contractual propio de una refinanciación. Pueden ser, por ejemplo (i) no solicitar la declaración de concurso voluntario de la compañía, salvo que sea obligatorio de conformidad con la Ley Concursal, ni iniciar trámite alguno para la obtención de una propuesta anticipada de convenio; (ii) realizar todas aquellas actuaciones que resulten necesarias para posibilitar el cumplimiento por la compañía del plan de negocios que ha sustentado la refinanciación, dedicando para dichos objetivos todos los recursos que sean precisos; o (iii) no pagar, amortizar ni realizar cualquier acto de extinción de obligaciones con anterioridad a su vencimiento a favor de un acreedor determinado sin respetar las reglas generales pactadas.

VI. ANÁLISIS DE FIGURAS AFINES

Tratamos en este apartado final, si bien, de modo forzosamente breve por exceder el ámbito de este trabajo, de hacer una descripción

somera de algunas figuras contractuales que, teniendo como denominador común el ser contratos suscritos por los acreedores de una determinada relación de crédito se separan o, en ocasiones, complementan la regulación habitual de un contrato entre acreedores.

1. El *intercreditors agreement* en formato "Loan Market Association" (LMA).

Queremos llamar, en este punto, la atención de que la Loan Market Association, conocida, generalmente, por sus siglas "LMA" ha venido desarrollando desde hace ya algunos años⁴⁷ un modelo en inglés de *intercreditor* "recomendado" con una regulación y contenido similares a los que podemos encontrar en una financiación española al uso.

Si bien el objeto de este contrato es, meramente, servir de guía a los operadores jurídicos en su redacción y, con ello, tratar de minimizar los tiempos de redacción, no faltan voces que prevén una progresiva utilización del modelo en contratos sometidos a derecho español. En cualquier caso, a la fecha del presente artículo, no se ha desarrollado un modelo de contrato entre acreedores LMA que pudiera ser directamente aplicable en una financiación sujeta a derecho español, a diferencia de lo que ha ocurrido, por ejemplo, con el modelo LMA de contrato de crédito, si bien, por la similitud de sus pactos con los que podemos encontrar en un contrato entre acreedores español, sí puede servir de guía en la redacción de éstos

En cuanto a estructura, el modelo propuesto por la LMA se inicia con las ya clásicas definiciones que sirven para interpretar y homogeneizar el sentido de los términos en los distintos documentos que configuran el perímetro contractual de la operación de financiación. A continuación, la asociación británica plantea el establecimiento de los distintos rangos y prioridades, tanto en el pago de la deuda, como en la ejecución

47. Fue Mark Campbell, socio director del área de *banking* de la oficina de Londres de Clifford Chance fue el coordinador del equipo de redacción de dicho documento.

de garantías. Esta previsión exige que, en los siguientes apartados se describan con claridad las responsabilidades de las distintas clases de acreedores, a saber: acreedores *senior*, proveedores de derivados, acreedores *mezzanine*, acreedores *intra* grupo, matriz acreedora y acreedores subordinados.

Estipulados correctamente los distintos rangos y prelación entre los diferentes acreedores, el modelo de la LMA se adentra en la descripción de los efectos de la insolvencia sobrevenida del acreditado/deudor. En este sentido, define las pautas de actuación de cada uno de los acreditantes y, sobre todo, la imprescindible función del banco agente en la esfera de la financiación sindicada y de la regulación de las relaciones entre bancos.

Por último, es conveniente destacar que el *intercreditor agreement*, según el modelo LMA, también incluye, entre otras, una cláusula que describe con precisión las consecuencias de la salida de algún acreditante de la financiación, lo cual, en el entorno financiero actual, tiene especial relevancia, por la proliferación cada vez más común de entradas y salidas (por compras y cesiones de créditos) de los miembros de un sindicato inicialmente constituido.

2. Los contratos de participación o *participation agreement*.

Los contratos de participación o "*participation agreement*" como se les conoce en la jerga anglosajona donde son de uso más común, se suelen emplear en financiaciones que "nacen" bilaterales y se sindicán en un momento posterior. Son, por lo tanto, contratos en virtud de los que una o varias entidades acreedoras toman una participación en un contrato de crédito, inicialmente, suscrito por otra.

Este contrato se emplea en relaciones de crédito, en las que bien, una única entidad hace el "*fronting*" inicial frente al deudor y, posteriormente, emprende un proceso real de sindicación, o bien cuando, estando el sindicado o "*club deal*" conformado desde el momento inicial, por alguna cuestión de índole ajena a la estricta relación de crédito conviene que sea una única entidad la

que realice el "*fronting*", tomando parte el resto de entidades en la financiación, a través del *participation agreement*.

Tal es el caso, por ejemplo, de las financiaciones en las que interviene una entidad multilateral que cuenta con determinadas inmunidades o ventajas fiscales propias de su naturaleza o de sus documentos constitutivos. En dichos casos, estructurando la financiación, mediante un único contrato de crédito en el que "participan" el resto de entidades, mediante un contrato de participación suscrito, de modo, inmediatamente, posterior al contrato inicial, puede hacer que todas ellas se beneficien de la especial regulación.

En financiaciones sometidas a derecho español, consideramos que un contrato de cesión podría alcanzar una finalidad similar, siendo un contrato más típico en el seno de nuestra práctica.

3. El *common terms agreement*.

Cuando en una financiación participan distintos financiadores, pero mediante contratos separados y se quiere dar una regulación armónica y homogénea entre ellos a determinados términos y conceptos clave para la financiación, dichos términos es habitual regularlos en un contrato que se viene a denominar "*common terms agreement*," en el que se listarán, por menorizadamente, dichos conceptos y regulaciones, teniendo carácter vinculante para los partícipes en todos los créditos diferenciados.

Dicho documento trata, por lo tanto, de constituir un mínimo común denominador vinculante para todas las partes acreedoras de los diferentes contratos de crédito diferenciados. Es habitual que el deudor sea parte de dicho documento pues, en general, la mayor parte de dichos términos clave deben vincularle.

4. El *paying agency agreement*.

Otra figura contractual que suelen suscribir los acreedores es el contrato que, especialmente, en financiaciones con estructuras de cuentas complejas -muchas veces con parte de las mismas situadas en el extranjero- regula los derechos y

obligaciones del agente de pagos y cuentas de la financiación, así como en ocasiones el propio funcionamiento de las cuentas.

Es un contrato que suelen firmar también todos los acreedores, pues generalmente el agente de pagos requiere determinados compromisos vinculantes por parte de éstos.

VII. CONCLUSIONES

Cuando en una misma relación jurídica de crédito convergen dos entidades en el lado acreedor, es posible que surja la necesidad de que éstas, complementando o quebrando el tradicional principio de "*par conditio creditorum*" consagrado por nuestro Código Civil, vean la necesidad de dotarse de unas normas o reglas convencionales que regulen su propia relación jurídica complementando, o alterando drásticamente, los principios generales que emanan de nuestra legislación positiva.

Pero si las entidades que comparten posición acreedora en una misma financiación o pasivo de balance no son sólo dos, sino una relevante multiplicidad de ellas y, adicionalmente, su tipología es heterogénea, tanto en naturaleza, como en derechos e intereses estratégicos, tal y como hemos venido manteniendo en el presente artículo, la necesidad de dotar dicha relación de un adecuado marco jurídico específico pasa a ser cuestión estrictamente necesaria para el buen orden y gestión de la relación crediticia.

En la realidad de mercado en que nos encontramos, con sociedades y proyectos que todavía demandan relevantes importes de financiación y que, sin embargo, topan con un mercado financiero tradicional cada vez más agotado de liquidez, es cada vez más habitual que una misma compañía deba acudir a un elevado número de acreedores, y de diversa tipología -ya no sólo banca tradicional, sino fondos, vehículos específicos de emisión de bonos o de representación de bonistas o deuda aportada por sus propios accionistas, por fijar sólo algunos ejemplos relevantes- si quiere alcanzar una

exitosa financiación de sus necesidades con unos tipos que sean de mercado.

Esta circunstancia, ha llevado a los operadores jurídicos y a las distintas partes implicadas en la relación crediticia a la necesidad de afrontar un proceso práctico de progresiva sofisticación y mayor desarrollo del marco jurídico contractual que rige y coordina las relaciones entre los distintos acreedores o grupos de acreedores implicados en una misma transacción o financiando una misma sociedad, mediante los denominados contratos entre acreedores o "*intercreditor agreements*" como son conocidos en la jerga anglosajona, donde la figura ha alcanzado una especial sofisticación.

En el presente trabajo, hemos mantenido que resulta cada vez más relevante elaborar contratos que supongan un traje a medida del universo de acreedores concurrentes en cada transacción y que, respetando ciertos derechos individuales y poder de decisión de cada acreedor, en determinados casos, provea de mecanismos y soluciones contractuales ágiles, coordinadas y eficientes para la gestión del crédito, las obligaciones del deudor y la eventual ejecución de las garantías que un incumplimiento puede llevar parejas.

Con dicho marco de actualidad como punto de partida y ante la falta de literatura legal que haya analizado, en cierto nivel de detalle, la naturaleza de dicha figura contractual, el presente artículo ha partido de un análisis del marco teórico sobre el que se construye la figura para pasar a analizar de modo pormenorizado las implicaciones y retos principales que la práctica más actual nos plantea, en relación con el tratamiento de este contrato y, esencialmente, con cuestiones vinculadas a la convivencia de distintos grupos de acreedores -por tipología o rango- en el seno de la misma financiación.

La conclusión de los autores es que de la mencionada creciente sofisticación de las estructuras de financiación de las empresas, se verá, igualmente, incrementada la necesidad de dar mayor atención a esta figura que, de modo transversal, se ve afectada por problemáticas jurídicas de índole bien diversa.