



# EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES EN EL DERECHO PRECONCURSAL Y LA TUTELA DE LA NUEVA FINANCIACIÓN<sup>1</sup>

## Access to corporate financing under pre-bankruptcy law and the protection of new financing

MARINA VÁZQUEZ ESTEBAN

Profesora Ayudante de Derecho Mercantil. Universidad de Alicante

Revista de Derecho del Sistema Financiero 3  
<https://doi.org/10.32029/2695-9569.01.06.2022>

Enero – Junio 2022

Págs. 181–208

**RESUMEN:** La financiación de las sociedades resulta especialmente sensible en situaciones de crisis o cercanas a la misma debido a la preocupación que genera el futuro de los acuerdos en los que esta se materializa, en caso de un potencial concurso consecutivo. Una constante que acompaña estas situaciones y obstaculiza enormemente la financiación en un momento en el que garantizar el acceso a la misma deviene esencial para su supervivencia. La entrada en vigor de la Directiva 2019/1023 viene acompañada de importantes cambios de aplicación en estos escenarios con la modificación de los procedimientos de reestructuración preventiva e insolvencia. Todo ello acontece en un contexto temporal y socioeconómico muy particular, debiendo tener en cuenta por estos motivos, las novedades legislativas

**ABSTRACT:** The financing of companies is particularly sensitive in crisis scenarios or nearby due to concerns about the future of the agreements in which it is materialised, in the event of a potential insolvency. This is a constant feature of these situations and greatly hampers financing at a time when guaranteeing access to it is essential for their survival. In this context, the Directive (EU) 2019/1023 is accompanied by important changes with the modification of preventive restructuring and insolvency procedures. All of this is taking place in a very particular temporal and socio-economic context and, for these reasons, the legislative developments caused by the health crisis must be taken into account. The fresh money regime

---

1. Este trabajo se ha realizado en el ámbito del Proyecto ESTRATEGIA DE LAS PYMES PARA CAPITALIZAR SUS INVENCIONES Y CREACIONES INTELECTUALES (GV/2021/010) otorgado por la Generalitat Valenciana en el marco del programa I+D+i de la Agencia Valenciana d'Avaluació i Prospectiva.

provocadas por la crisis sanitaria. El régimen del dinero nuevo no es una excepción, experimentando importantes novedades y retos a futuro.

**PALABRAS CLAVE:** Dinero nuevo, Financiación, Reestructuración, Insolvencia, Estructura de capital. **KEYWORDS:** Fresh money, Financing, Restructuring, Insolvency, Capital structure.

**SUMARIO:** I. LA REESTRUCTURACIÓN EN EL DERECHO PRECONCURSAL COMO MEDIO PARA FACILITAR EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES APALANCADAS. 1. *Cuestiones generales*. 2. *La influencia de la "estructura de capital" y la "estructura financiera" en la financiación de las sociedades en dificultades financieras*. II. NOVEDADES EN EL RÉGIMEN DEL DINERO NUEVO O "FRESH MONEY": LA AMPLIACIÓN DE SU ÁMBITO DE APLICACIÓN. 1. *El requisito de los nuevos ingresos de tesorería*. 2. *La nueva financiación y la financiación provisional o interina*. 3. *La protección de la financiación concedida por "insiders" o personas especialmente relacionadas*. III. NOVEDADES EN LOS MECANISMOS DE CONTROL Y SALVAGUARDAS FRENTE A LOS RIESGOS INHERENTES AL RÉGIMEN DE LA NUEVA FINANCIACIÓN. 1. *La necesaria homologación del plan de reestructuración*. 1.1. El plan de viabilidad. A. El control sobre el presupuesto objetivo. B. La necesidad y razonabilidad de la financiación. 1.2. El informe de experto independiente y experto en reestructuraciones. 2. *El test del pasivo sufriente*. IV. CONCLUSIONES. V. BIBLIOGRAFÍA.

## I. LA REESTRUCTURACIÓN EN EL DERECHO PRECONCURSAL COMO MEDIO PARA FACILITAR EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES APALANCADAS

### 1. CUESTIONES GENERALES

El acceso a la financiación de las sociedades reviste la máxima relevancia en situaciones de crisis o cercanas a la misma. Concretamente, para sociedades que sufren un gran apalancamiento, cuyos beneficios operativos son insuficientes para cubrir la deuda financiera<sup>2</sup>. En tales supuestos, la sociedad es viable económicamente y el valor de la sociedad en funcionamiento es superior al que resultaría de su liquidación por la vía del procedimiento concursal. A pesar de ello, de no asegurar el acceso a la financiación en tales escenarios, evitando así el deterioro de sus activos, su supervivencia a buen seguro se verá gravemente comprometida<sup>3</sup>.

2. VICENT CHULIÁ, F., "Desapalancamiento y Ley concursal en torno a la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, de refinanciación", *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 22, 2015, consultado en La Ley Digital, p. 3, recuerda, al hilo de las sucesivas reformas concursales y la preocupación por el desapalancamiento de sociedades que "una empresa apalancada no es una empresa insolvente, sino una empresa endeudada –o, si se quiere, muy endeudada, en términos de ratio Deuda Financiera Neta/Ebitda–".
3. PULGAR EZQUERRA, J., "Financiación interina, nueva financiación, y planes de reestructuración", *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 3, 2021, p. 120; y BUIL ALDANA, I., "Socios y financiación en tiempos de crisis Covid-19 y transposición de la Directiva de reestructuración temprana: Una propuesta de régimen jurídico", *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 1, 2021, p. 133.

Paradójicamente, también es en estos momentos cuando mayores dificultades encuentran las sociedades para acceder a ella (se produce el fenómeno del “*under investment*”). Las razones son varias y afectan a los diferentes sujetos implicados.

Respecto de los acreedores como potenciales financiadores, sobrevuela la preocupación acerca del porvenir de los acuerdos en los que la nueva financiación se materializa, ante un potencial concurso consecutivo y cuya estricta regulación legal procura evitar riesgos derivados de un comportamiento abusivo por parte de los financiadores. Es el caso de la “hipertrofia de los créditos contra la masa”, la ruptura del principio *par conditio creditorum* o, incluso, el riesgo de infracapitalización cuando la nueva financiación es concedida por *insiders* o personas especialmente relacionadas<sup>4</sup>. La potencial rescisión o la subordinación crediticia afectan directamente al comportamiento defensivo de los acreedores que generalmente encontrarán escasos incentivos para aumentar el riesgo crediticio que ya soportan, provocando fenómenos como el conocido *free ride*<sup>5</sup>. Igualmente, los firmantes de los acuerdos podrían quedar al descubierto en términos de responsabilidad concursal, a lo que se ha de añadir el riesgo de ser considerados como administradores de hecho<sup>6</sup>.

Con habitualidad, la desconfianza de los acreedores condiciona la concesión de financiación a garantías aún mayores, comprometiendo el éxito de tales operaciones y siendo únicamente fuente de nuevas dificultades a afrontar por el deudor<sup>7</sup>. Estas reticencias y, en ocasiones, el comportamiento de los propios deudores, conforman una constante que acompaña a estas situaciones y obstaculiza enormemente la financiación de sociedades en escenarios de dificultades económicas o financieras. En situaciones de crisis o cercanas a la misma no es poco habitual que los socios o los

4. RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en ROJO FERNÁNDEZ y CAMPUZANO (dirs.): *Los acuerdos de refinanciación y reestructuración. X Congreso Español de Derecho de la Insolvencia*, Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 246 y 247. La delimitación de los sujetos que se considerarán especialmente relacionados con el deudor concursado se encuentran delimitados en los arts. 282, 283 y 284 TRLC.

5. VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (fresh money) en las reestructuraciones pre-concursales”, *Anuario de Derecho Concursal*, N.º 48, 2019, Consultado en Proview, pp. 3 y 4; BUIL ALDANA, I., “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el debtor-in-possession financing del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* 1, N.º 14, 2011, Consultado en La Ley Digital, p. 8; y PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina...”, cit., p. 121.

6. RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 257 se ocupa de las mejoras introducidas por el TRLC para el tratamiento restrictivo de lo que se ha de considerar administrador de hecho.

7. RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 239.

administradores realicen inversiones de riesgo en defensa de sus propios intereses. Máxime en situaciones en las que se encuentran “fuera del dinero”, siendo que no recibirían nada en caso de liquidación en un concurso posterior.

En consecuencia, en este momento de la vida de las sociedades el legislador debe centrar los esfuerzos por incentivar la concesión de financiación, a la par que se procuran las salvaguardas necesarias. Téngase en cuenta que en ocasiones un exceso de financiación (*over-investment* o sobreinversión<sup>8</sup>) también puede ser problemática para las sociedades, a menos que se asegure su carácter razonable. Estas son algunas de las grandes preocupaciones que han protagonizado los objetivos de instituciones y legisladores a nivel internacional<sup>9</sup>. Especialmente tras la crisis de 2008 y la implicación de entidades bancarias, pero todavía más ante las consecuencias económicas provocadas por la crisis sanitaria.

Acotado el momento, el camino para el fomento de la financiación encuentra su medio en los acuerdos preconcursales para la reestructuración y refinanciación de la deuda. Para ello, es imprescindible detenerse a observar los grandes cambios que el Derecho preconcursal o paraconcursal experimenta en la actualidad y que afectan directamente a las posibilidades de financiación de las sociedades<sup>10</sup>. Como punto de partida, el

8. Sobre los fenómenos del “*under investment*” y el “*debt-overhang*”, consistente este último en la falta de un mercado de inversión rentable para el exceso de liquidez disponible, VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos...”, cit., pp. 3 y 4; BUIL ALDANA, I., “La financiación de empresas en situación concursal...”, cit., p. 8; y PULGAR EZQUERRA, I., “Financiación interina...”, cit., p. 121. Este último trata los supuestos de *cash flow positive projects* y los riesgos derivados de las situaciones de *financial slack*.
9. PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina, nueva financiación...”, cit., p. 120, nos recuerda la recomendación del Banco Mundial “*Principles and guidelines for effective insolvency and creditor rights systems*” o la guía legislativa sobre el régimen de insolvencia de la CNUDMI. Por su parte, CERVERA MARTÍNEZ, M., “Artículo 704. De los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en PRENDES CARRIL y FACHAL NOGUER (dirs.): *Comentario al Texto Refundido de la Ley Concursal*, Tomo II, Aranzadi, Navarra, 2021, p. 1641, recuerda la alarma del Banco de España (CBE 4/2014) en lo referente a la irrecuperabilidad de las empresas ante la falta de inyección líquida de dinero por parte de las entidades bancarias y la insuficiencia de la concesión de quitas o esperas.
10. Si bien la materia se incardina en el Derecho preconcursal, v. gr., en la Exposición de Motivos de la Directiva 2019/1023 (p. 6), la regulación que afecta a los planes de reestructuración excede de este, siendo más conveniente en muchos casos hablar de paraconcurso. Así lo menciona también GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Retos y propuestas sobre planes de reestructuración”, *Primer Congreso Europeo sobre Segunda Oportunidad*, Ilustre Colegio de la Abogacía de Barcelona, Barcelona, 2021 y GARNACHO CABANILLAS, L., “El presupuesto objetivo del plan de reestructuración en el Anteproyecto de ley de reforma concursal”, *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 4, 2021, p. 4. ROJO FERNÁNDEZ, A. J., “La propuesta de directiva sobre reestructuración preventiva”, *Anuario de Derecho concursal*, N.º 42, 2017, p. 7, consultado en Proview, apunta que el encaje de los marcos de reestructuración en

presente estudio se sitúa en el recién entrado vigor Texto Refundido de la Ley Concursal y en el régimen del dinero nuevo diseñado por el legislador para proteger la nueva financiación.

Las novedades encuentran su origen en la aprobación por el Parlamento Europeo y el Consejo, en junio de 2019, de La Directiva 2019/1023, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas. El texto europeo, aspira a la modificación y armonización del Derecho preconcursal y concursal para todo el territorio de la Unión Europea, con el objetivo de mejorar el funcionamiento del mercado interior, garantizando que las empresas en dificultades financieras accedan a marcos nacionales efectivos de reestructuración preventiva y temprana. El legislador muestra su apuesta por la continuidad de las empresas viables, permitiendo una salida rápida del mercado de aquellas que no cumplen con los requisitos de viabilidad exigidos.

En esta línea, ha sido recientemente aprobado el proyecto de Ley de Reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal (en adelante, el Proyecto de Ley), que aspira a cumplir con el mandato de transposición de la Directiva 2019/1023<sup>11</sup>.

A lo anterior habrá que añadir, por último, las novedades introducidas por la normativa aprobada para paliar los efectos de la crisis sanitaria<sup>12</sup>.

---

el Derecho preconcursal se debe al objetivo perseguido de evitar la insolvencia del deudor y no por motivos formales, dado que pueden ser negociados en cualquier momento. De otro lado, THERY MARTÍ, A., “Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 28, 2018, p. 8, puntualiza que no es un instrumento de pre-insolvencia en sentido estricto, sino que los considera un instrumento híbrido de reestructuración, citando el «*Commission Staff Working Document, Impact Assessment accompanying the document Commission Recommendation on a New Approach to business Failure and Insolvency*», SWD (2014) 62 final.

En el presente trabajo se hará referencia, no obstante, y de acuerdo a lo establecido por el Proyecto de Ley de reforma de la Ley Concursal, al precurso.

11. El proyecto fue aprobado por el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Justicia y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, con fecha de 21 de diciembre de 2021.
12. Destacan la Ley 3/2020, de 18 de septiembre de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia, o el Real Decreto-ley 8/2020 de 17 de marzo y los “avales por cuenta del Estado para empresas y autónomos de hasta 100.000 millones de euros, que cubra tanto la renovación de préstamos como nueva financiación por entidades de crédito, establecimientos financieros de crédito, entidades de dinero electrónico y entidades de pagos, para atender a sus necesidades derivadas, entre otras, de la gestión de facturas, necesidad de circulante u otras necesidades de liquidez, incluyendo las derivadas de vencimientos de obligaciones financieras o tributarias, para facilitar el mantenimiento del empleo y paliar los efectos económicos del COVID-19”.

## 2. LA INFLUENCIA DE LA "ESTRUCTURA DE CAPITAL" Y LA "ESTRUCTURA FINANCIERA" EN LA FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES EN DIFICULTADES FINANCIERAS

Ahora bien, el planteamiento del legislador europeo y el que ha impulsado las principales reformas por medio de la Directiva 2019/1023, encuentra su origen y fundamentación en una noción de carácter económico, con presencia consolidada en sistemas anglosajones. Concretamente, en el *Chapter 11* del Derecho norteamericano de reestructuraciones e insolvencias. Se trata del concepto de *estructura de capital*. Este, informa y reconstruye el Derecho preconcursal. En definitiva, dota de una nueva perspectiva de carácter económico subyacente a los cambios cardinales por los que pasa el ordenamiento y que conforman el gran reto del legislador español.

Al contrario de como pudiera pensarse, la noción de *estructura de capital*, no se identifica con la tradicional societaria del capital social, sino que hace referencia a la composición de los recursos de la empresa. En particular, pone el foco de atención en su financiación a largo plazo, a saber, capital, deuda a largo plazo –bancos y bonistas– y patrimonio<sup>13</sup>.

Los estudios relacionados con este concepto buscan la composición óptima de recursos con los que se financia una sociedad, con el fin de obtener la maximización del valor de la empresa. Relacionan de este modo los distintos niveles de endeudamiento alcanzables y el acceso a la financiación<sup>14</sup>. Con este planteamiento surgen las imperfecciones, fruto del normal funcionamiento de los mercados dinámicos, que sirven de freno al crecimiento del valor de la empresa y, por sus costes, dificultan el acceso a la financiación. A modo de ejemplo, cabe enumerar los impuestos, la información asimétrica, los costes de transacción, los costes de agencia y, en lo que aquí interesa, aquellos que derivan del riesgo de crisis empresarial.

El nuevo Derecho preconcursal, inspirado por las teorías que estudian la *estructura de capital*, busca la maximización del valor de la empresa<sup>15</sup>,

13. THERY MARTÍ, A., "Los marcos de reestructuración...", cit., p. 9.

14. Véase, MODIGLIANI, F. y MENTOR H., M., "The cost of capital corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 68, N.º 3, 1958, Estados Unidos, 261 a 275. Consultado en <http://www.jstor.org>, para una relación de los numerosos estudios. La obra es fuente de la creación de diferentes teorías sobre la composición de la estructura de capital y circunstancias que afectan a su rendimiento, como las teorías del *trade-off* de Bradley y Jarrell (1984), *pecking-order* de Myers y Majluf (1984) o *market-timing behavior* de Baker y Wurgler (2002). Entre otros, se pueden consultar los trabajos de MEJÍA AMAYA, F., "La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo", *Finanzas y Política económica*, N.º 2, Vol. 5, 2013, pp. 141 a 157 y OTERO GONZÁLEZ, L. A., FERNÁNDEZ LÓPEZ, S. y VIVEL BÚA, M., "La estructura de capital de la pyme: un análisis empírico", en AYALA CALVO (coord.): *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, Universidad de la Rioja, 2007, pp. 407 a 417.

15. El equilibrio óptimo no implica el reparto de un 50-50% a una y otra fuente de recursos. Dependiendo de las características de la empresa en cuestión, su estructura óptima

apostando por el principio de conservación de esta<sup>16</sup>, y procura la adopción de medidas que eliminen o reduzcan los costes mencionados para facilitar el acceso de las sociedades a la financiación. Uno de los condicionantes de acceso es la valoración que los acreedores realizan de la composición de la estructura de capital del deudor, analizando sus características y composición para evitar las mencionadas situaciones tanto de *under investment* y *debt overhang*, como de *over-investment*<sup>17</sup>.

Las consecuencias fruto de la implementación de esta teoría no se hacen esperar y, como resultado, la Directiva 2019/1023 apuesta por una reestructuración temprana, introduciendo nuevos conceptos como la probabilidad de insolvencia o “*likelyhood of insolvency*” para hacer frente a los costes por el riesgo de crisis o, también, afectando al perímetro de la deuda refinanciable.

En relación con lo anterior, se ha de apuntar que la Directiva 2019/1023 consideraba en un primer momento a los inversores financieros a largo plazo como sujetos de la reestructuración exclusivamente. En la misma situación se encontraba la disposición adicional cuarta de la derogada Ley Concursal española. En el lado opuesto queda la estructura operativa, compuesta por la deuda comercial o a corto plazo. Con el fin de garantizar la efectividad de las reformas sobre los objetivos propuestos de asegurar la supervivencia de sociedades viables económicamente, el legislador europeo ha procurado una solución a las limitaciones que generan la denominada dicotomía de la estructura de capital<sup>18</sup>. De forma coherente con los objetivos comunitarios e internacionales propuestos, en la búsqueda por regular un Derecho de reestructuraciones adecuado para pymes y su característica predominancia de deuda operativa sobre la financiera, la Directiva 2019/1023 permite en su última versión la inclusión de la deuda comercial en la reestructuración de sociedades. Queda integrada así la totalidad de la *estructura financiera* de la sociedad, en línea con los precedentes norteamericanos<sup>19</sup>. Esto último

---

exigirá porcentajes distintos de cada fuente de recursos. Además, el comportamiento del empresario tenderá a optar por uno u otro.

16. La reestructuración sobre la liquidación gana relevancia en la práctica y en los estudios en tiempos de la crisis de 2007-2008, como el de RICHTER, T., “Reconciling the European Registered Capital Regime with a Modern Corporate Reorganization Law. Experience from the Czech Insolvency Law Reform”, *Occasional Paper 1/2009*. IES FSV. Charles University, p. 2. Disponible en <http://ies.fsv.cuni.cz/>. Crítico con la simplificación de esta idea se presenta ARRUÑADA, B., “Interpretación positiva del Derecho concursal español y propuestas para una reforma equilibrada”, *Fedea Policy Papers*, 2021, pp. 22 y 23.
17. Sobre estos fenómenos, ver BUIL ALDANA, I., “Socios y financiación en tiempos de crisis...”, cit., p. 131.
18. Por su parte, THERY MARTÍ, A., “Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 31, 2019, p. 58, habla de “polarización entre la estructura de capital y la estructura operativa”.
19. WARREN, E., *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, Aspen Publishers, New York, EEUU, 2008, pp. 5 y 6.

anuncia potenciales cambios en los artículos 606 y 607 TRLC<sup>20</sup>. Con todo, el Derecho pre-concursal pivota preferentemente sobre la estructura de capital, acreedores financieros (socios, bancos y bonistas), para equilibrar la proporción de deuda ajena y fondos propios de forma que se adapte a las necesidades de la sociedad.

Lo anterior se produce en el marco de los nuevos planes de reestructuración, llamados a sustituir a los ya conocidos acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales de pago. Con estos, ganan protagonismo medidas de reestructuración típicas de las modificaciones estructurales societarias como componente principal de los acuerdos deudor-creedor; a saber, capitalización de créditos, fusiones, escisiones, etc. Dicho de otro modo, se evoluciona desde la idea del precurso centrado en la refinanciación tradicional, consistente primordialmente en quitas o esperas, hacia la reestructuración de sociedades en dificultades financieras. Amplía el espectro para reestructurar, no sólo el pasivo, sino también el activo de la sociedad. El objetivo responde siempre a facilitar el acceso de los deudores a la financiación en un momento en el cual, aunque temprano, en circunstancias normales resultaría si no difícil, imposible, acceder al crédito para evitar la situación de crisis definitiva o, alternativamente, salir de ella.

Sumada a la reestructuración como instrumento dirigido a facilitar el acceso a la financiación, la Directiva 2019/1023 es consciente de la importancia decisiva que tiene la concesión de financiación nueva para la elusión o superación de la crisis. Así lo reconoce, tanto en sus considerandos<sup>21</sup>, como en su articulado, reservando el Capítulo 4 a la “Protección de la nueva financiación, la financiación provisional y otras operaciones relacionadas”<sup>22</sup>.

Ambos son imprescindibles para lograr un doble efecto. Por un lado, para facilitar el acceso a la financiación de deudores en situaciones de dificultades financieras o en insolvencia. Por otro lado, para garantizar el éxito en sí mismo de los planes de reestructuración en favor de la supervivencia de sociedades viables<sup>23</sup>. Se ha de tener presente que la nueva financiación

20. Los arts. 641 y ss. del Proyecto de Ley aspiran a la modificación del contenido actual de los arts. 606 y 607 del TRLC. Sobre esta cuestión vid., PULGAR EZQUERRA, J., *Preconcursalidad y reestructuración empresarial. Acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales de pago*, Wolters Kluwer, Madrid, 2021, p. 181. En contra se pronuncia THERY MARTÍ, A., “Los marcos de reestructuración...”, cit., p. 10.

21. Considerandos, apartados 66 y 67.

22. Artículo 17 de la Directiva 2019/1023.

23. Con esta finalidad, al régimen del dinero nuevo se unen otras medidas complementarias, como la paralización de la ejecución de garantías reales en caso de concurso, si bien no ocurre lo mismo en el caso del pre-concurso (arts. 145 y ss. TRLC, junto con el art. 591 TRLC), la suspensión de ejecuciones singulares tras la comunicación de las negociaciones de un acuerdo de reestructuración (arts. 588y ss. TRLC), o la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas.



no está llamada a resolver únicamente problemas “de caja”, sino que ofrece soluciones frente al mencionado fenómeno del *underinvestment*, así como otros relacionados, como el *debt overhang*.

En relación con lo anterior, el Proyecto de Ley para la transposición de la Directiva 2019/1023, incorpora novedades en el sistema de incentivos para la financiación de las sociedades. En particular, prevé la ampliación por una triple vía de su ámbito de aplicación, acompañando estas medidas con cambios en las garantías previstas frente a los posibles riesgos derivados de abusos por los financiadores.

## II. NOVEDADES EN EL RÉGIMEN DEL DINERO NUEVO O “FRESH MONEY”: LA AMPLIACIÓN DE SU ÁMBITO DE APLICACIÓN

### 1. EL REQUISITO DE LOS NUEVOS INGRESOS DE TESORERÍA

Tras las dificultades para acceder al crédito evidenciadas con la crisis de 2008, el legislador español impulsa una batería normativa que incentive los acuerdos privados para la financiación de sociedades en situaciones de crisis, con el fin de facilitar su conservación y saneamiento<sup>24</sup>. La reforma introducida con la Ley 38/2011, de 11 de octubre, tiene hoy su reflejo en el TRLC<sup>25</sup>. Establece que gozan de protección los “créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería”, haciendo referencia al conocido *fresh money* o a la tutela del “dinero nuevo”.

De la literalidad de la expresión se desprende el condicionante de la naturaleza líquida de los créditos y de su procedencia financiera, sin predicarse lo mismo del origen del sujeto financiador<sup>26</sup>. Este podrá ser tanto un acreedor actual como un tercero o nuevo acreedor, no necesariamente financiero y con las matizaciones oportunas en lo respectivo a una posible relación especial con el deudor o los denominados *insiders*<sup>27</sup>.

24. El Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, para la regulación de los acuerdos de refinanciación; la Ley 38/2011, de 11 de octubre, para la irrevocabilidad de determinados acuerdos y la posibilidad de homologación; la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de Apoyo a los Emprendedores y su internacionalización; el Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, que encabezó a la consecutiva Ley 17/2014, de 13 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración; y el Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre.

25. De conformidad con los arts. 704.1, 704.2 y 280.6.º, en relación con el art. 698 TRLC.

26. VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos...”, cit., p. 7.

27. La posibilidad de que el ámbito subjetivo alcance a un nuevo acreedor o tercero es aclarada por la nueva redacción que presenta el TRLC, resolviendo las dudas surgidas con la redacción anterior de la Ley Concursal. Así lo manifiesta RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 257. En relación con los *insiders*, ver también YANES YANES, P., “Artículo 704. De los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en VEIGA COPO (dir.): *Comentario al Texto Refundido de la Ley Concursal*, Tomo II, Aranzadi, Civitas, Navarra, 2021, p. 1843.

Con la finalidad de evitar la mencionada hipertrofia de los créditos contra la masa, se limita la concesión de protección legal para aquellos créditos que consistan en la inyección líquida de capital adicional o nuevos fondos. En consecuencia, es pacífica la exclusión de los créditos consistentes en novaciones modificativas de sus condiciones como quitas, esperas, mejores condiciones de pago, la concesión de nuevas garantías otorgadas por terceros o de los créditos comerciales, además de las capitalizaciones de deuda. Ello no obstante, la doctrina se plantea la posibilidad de incluir otro tipo de créditos que por su función son susceptibles de ser asimilados a la concesión de fondos adicionales para la aplicación del régimen del dinero nuevo. A modo de ejemplo cabe mencionar el contrato de descuento bancario o el *factoring*<sup>28</sup>, aquellos procedentes del contrato de *sale and lease-back* o el de *leasing* financiero<sup>29</sup>.

El enfoque restrictivo de la actual normativa da un giro con la entrada en vigor de la Directiva 2019/1023 al definir en su artículo 2 la nueva financiación como “toda nueva ayuda financiera”. Se trata de una mención, aunque algo vaga, de clarísimo mayor alcance que trae consigo nuevamente el debate acerca de la inclusión en el régimen, no sólo de los supuestos dudosos, sino también la posibilidad de abarcar los casos hasta ahora excluidos.

A la disyuntiva se suma el considerando 66 de la Directiva 2019/1023. Establece que “la noción de ayuda financiera debe entenderse en sentido amplio, incluida la aportación de dinero o garantías de terceros y la entrega de existencias, materias primas y suministros, por ejemplo, mediante la concesión al deudor de un plazo de reembolso más largo”. De ello se desprende una evidente intención del legislador europeo por integrar una interpretación extensiva del término “nueva financiación” que permita aplicar el beneficio del régimen del dinero nuevo a aquellos créditos que, aun no consistiendo en nuevos fondos líquidos, sí que suponen una mejora de la situación económica y del acceso a la financiación.

Ciertamente, un concepto amplio puede resultar desproporcionado habida cuenta de los privilegios que otorga el régimen de protección a los créditos implicados, como es el caso del cambio en la prelación de los mismos ante un concurso consecutivo<sup>30</sup>. No parece que un mero aplazamiento

28. Lo descarta completamente, RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 247.

29. Una argumentación a favor de la equiparación de toda financiación proveniente de estos contratos a los nuevos ingresos de tesorería es ofrecida por VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos...”, cit., pp. 7 y 8. RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 251, encuentra argumentos a favor de la aplicación del régimen de la nueva financiación a los contratos de *leasing*.

30. PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina, nueva financiación...”, cit., pp. 132, 147 y 148, considera que al tratar el concepto amplio se abarca la financiación nueva y la novedosa protección de la financiación provisional o interina, sin que ello implique una inclusión de aquellos créditos que no supongan nuevos ingresos de tesorería por cuanto no responden al elemento finalista. Recomienda una postura interpretativa

del pago o su conversión de corto a largo plazo justifique su recalificación automática como crédito contra la masa y crédito con privilegio general, en detrimento del resto de acreedores. Este tipo de novaciones no entrañan un mayor riesgo crediticio para el acreedor, ni redundan en una reducción de su pasivo. Mucho menos ante la posibilidad de que la espera vaya acompañada de mayores intereses.

Igualmente, una interpretación amplia de aplicación generalizada puede redundar en importantes abusos por parte de los socios de la sociedad deudora al encontrarse “fuera del valor del dinero”. Con la finalidad de evitar la ausencia del cobro de sus créditos y sortear el régimen legal, esta vía abre la puerta a la ejecución de actos o novaciones que les permita beneficiarse de una mejor calificación concursal con intenciones fraudulentas.

El principio par *conditio creditorum*, junto al régimen de clasificación y prelación de créditos concursales atiende a criterios de justicia para un tratamiento igualitario de acreedores con un mismo interés o créditos similares. En consecuencia, cualquier alteración del régimen legal establecido en protección de los acreedores requiere de justificación suficiente, especialmente cuando este no se produce bajo la atención judicial de un procedimiento concursal. La interpretación amplia de la nueva financiación requiere de reflexión, así como de límites o salvaguardas que impidan premiar a quienes no están realmente reestructurando o refinanciando la sociedad, esto es, salvándola de la insolvencia.

Como si fuera la otra cara de la moneda, una ampliación de los créditos tutelados por el régimen del dinero nuevo favorece directamente un aumento del interés de los acreedores y/o futuros financiadores por la financiación y reestructuración de las sociedades. Como se ha visto, el acceso a la financiación en situaciones de crisis es elemental para su supervivencia, tanto la inyección de fondos nuevos, como la implementación de otras medidas que alivien la carga financiera de la sociedad en momentos de apalancamiento -que no se caracteriza por falta de liquidez. Siendo los momentos claves tanto en la ejecución de un plan de reestructuración, como durante una fase previa -la de su negociación-. De esta manera se evitarían comportamientos como el *free ride*.

La misma conclusión se alcanza atendiendo a los objetivos internacionales y comunitarios de asegurar instrumentos eficaces para la reestructuración de pymes. Para estas sociedades el acceso a la financiación se encuentra más restringido, además de las dificultades en formación y acceso a la información sobre estas materias que presentan frente a empresas de mayor tamaño. No es extraño que sus posibilidades se limiten al crédito

---

que permita excluir aquellos créditos que no supongan “cash”. En el mismo sentido se pronunció en PULGAR EZQUERRA, J., “La financiación de empresas y la posición del crédito público”, Mesa Redonda celebrada en el *Congreso Internacional sobre Insolvencias y Reestructuraciones*, Universidad Complutense de Madrid, octubre, 2021.

bancario, a las aportaciones de los propios socios o, incluso, de los mismos proveedores.

Ante este escenario, tampoco parecería excesivo dotar de protección frente a un hipotético concurso consecutivo a la operación por la cual sus acreedores aportan suministros o materias primas, con la finalidad de financiar la sociedad, permitiéndole continuar con las operaciones habituales de la sociedad y evitando el sobreendeudamiento. De modo que puedan reestructurarse evitando o salvando la insolvencia. Parece que nada impide en estas sociedades, donde abunda la deuda operativa, la equiparación al *fresh money* de la entrega de suministros por medio de la cual se mejora la situación económica del deudor, aumentando el porcentaje de activo corriente e implicando un mayor riesgo crediticio para el financiador que, sin incentivos, no asumiría.

Contrariamente, de limitar la protección al concepto estricto, ante el alto porcentaje de deuda operativa sobre la financiera que las caracteriza, se obstaculiza el acceso a la financiación de estas sociedades. Los acreedores no encontrarán incentivos suficientes para una mejora de sus condiciones, mostrando preferencia por comportamientos estáticos y optando por cobrar antes, aunque a riesgo de que sea una cantidad menor.

Un concepto amplio también es coherente con los planteamientos económicos que subyacen a La Directiva 2019/1023. Como se ha visto, el legislador europeo opta por añadir a la teoría de la estructura de capital, la deuda operativa como objeto de reestructuración. Parece un deseo del legislador la implicación de la totalidad de los interesados en la reestructuración para el mantenimiento de empresas viables económicamente. Por ello, no sería razonable excluir en todo caso a estos sujetos de cierta protección legal. Igualmente, resulta contraproducente al dificultar, en contra de los objetivos propuestos, el acceso a la financiación de empresas de menor tamaño.

Sin embargo, no se desatiende la intencionalidad con la que el legislador excluye las aclaraciones del considerando 66 de la definición expresa del artículo 2 del texto europeo. El carácter de mínimos que reviste la Directiva 2019/1023, permite diversas interpretaciones llegado el momento de su transposición. En esta línea y de acuerdo con los pros y contras expuestos, parecería adecuada una interpretación amplia, si bien no exenta de cautelosas limitaciones.

Las restricciones pueden materializarse en instrumentos legales que doten a los jueces y a los administradores concursales de herramientas interpretativas suficientes para proteger a aquellos créditos que, sin ser estrictamente *fresh money*, impliquen una mejora de la situación financiera del deudor, aumentando la proporción de activo sobre el pasivo e implicando un verdadero riesgo crediticio recompensable para el financiador. Sería el supuesto de una capitalización de créditos, del otorgamiento de

créditos comerciales o de la entrega de mercancías con aplazamiento del pago en las pymes.

Con este propósito, puede resultar de utilidad una recuperación de los artículos 598, 604 y 667 TRLC<sup>31</sup>. De igual manera, tanto La Directiva 2019/1023 como el Proyecto de Ley exigen el carácter razonable, e inmediatamente necesario en el caso de la financiación provisional, para dotar de protección a los créditos afectados. El control sobre el cumplimiento de este aspecto resulta favorecedor y una forma de cláusula general para poder dirimir qué operaciones pueden quedar bajo la tutela del régimen del dinero nuevo. Ahora bien, merecerá una reflexión quién se encargará de realizar el control sobre la razonabilidad, el momento en el que esta tenga lugar y si dispone de recursos suficientes para resolver de forma suficientemente motivada.

Ante el silencio del Proyecto de Ley sobre el alcance de la expresión “nueva financiación” y a la espera de un concepto legal o jurisprudencial claro, de optar por una interpretación amplia, será necesaria la construcción de garantías contra potenciales abusos de financiadores o la vulneración del principio *par conditio creditorum*, entre otros aquí expuestos que equilibre la balanza entre los mecanismos legales de tutela que a continuación se analizan y los controles previstos. Ello, al margen de la protección que acostumbra a recogerse mediante pacto privado en los mismos contratos de financiación, como es el caso de los *covenants* o los pactos privados de subordinación de los créditos.

## 2. LA NUEVA FINANCIACIÓN Y LA FINANCIACIÓN PROVISIONAL O INTERINA

Otra de las principales novedades que introduce La Directiva 2019/1023 por medio del artículo 2 es la clasificación que distingue entre la financiación “nueva” y la “provisional”.

La primera se concede para llevar a cabo un plan de reestructuración formando parte de su contenido. En cuanto la financiación provisional, se define como aquella que “incluya, como mínimo, ayuda financiera durante la suspensión de las ejecuciones singulares, y que sea razonable y sea necesaria inmediatamente para que la empresa del deudor pueda continuar operando o con el fin de preservar o mejorar el valor de dicha empresa”. Se tutela a toda aquella financiación que, sin estar contenida en un plan de reestructuración, se concede en el marco de sus negociaciones. Tal y como se ha comentado, la financiación es necesaria tanto en la ejecución de un plan de reestructuración, como en una fase previa, para asegurar el buen fin del mismo, protegiendo los activos del deudor al preservar su valor.

31. Siguiendo la estela del antiguo art. 71 bis LC, el TRLC establece normas sobre el contenido mínimo de los acuerdos colectivos y singulares de refinanciación, así como de los acuerdos extrajudiciales de pago, permitiendo la ampliación significativa del crédito y la novación modificativa y extintiva del mismo.

Por lo que respecta al régimen presentado por los artículos 665 y ss. del Proyecto de Ley, acoge la diferenciación entre financiación nueva y provisional, si bien esta última bajo la denominación de “financiación interina”, entendida como aquella que “en el momento de la concesión fuera necesaria y adecuada, bien para asegurar la continuidad total o parcial de la actividad empresarial o profesional del deudor durante las negociaciones con los acreedores hasta la homologación de ese plan, bien para preservar o mejorar el valor que tuvieran a la fecha de inicio de esas negociaciones el conjunto de la empresa o una o varias unidades productivas”<sup>32</sup>.

El Proyecto de Ley se adapta así a las exigencias de La Directiva 2019/1023 y a los principios económicos subyacentes, adelantando el momento de aplicación de las normas concursales y dando cobertura a aquella financiación que, separada de un plan de reestructuración, se concede para asegurar la continuidad de la sociedad en favor de la consecución del plan, protegiendo la reestructuración que sea necesaria para la supervivencia de la sociedad y la maximización de su valor.

Al margen de las diferencias contenidas en sendas definiciones, se ha de poner especial atención en la indeterminación del ámbito temporal para la financiación interina y la inseguridad jurídica que lleva aparejada. Si bien se protege aquella concedida hasta el momento de homologación del acuerdo de reestructuración, no se concreta el momento inicial de dicha ayuda, ni su vinculación con la tradicional comunicación del inicio de las negociaciones del artículo 583 TRLC<sup>33</sup>. Este aspecto puede dar lugar a ciertos abusos, por lo que requiere de especial atención en cuanto a los controles previstos para esta nueva categoría. Sin embargo, se ha de tener presente, que el artículo 633 del Proyecto de Ley, en su apartado 9.º, contempla tanto la financiación interina, como la nueva financiación, como parte del contenido documentado de los planes de reestructuración con justificación de su necesidad.

### 3. LA PROTECCIÓN DE LA FINANCIACIÓN CONCEDIDA POR “INSIDERS” O PERSONAS ESPECIALMENTE RELACIONADAS

El TRLC excluye de la tutela del régimen del dinero nuevo a aquella concedida por *insiders* o personas especialmente relacionadas<sup>34</sup>. Sin embargo, la actual crisis provocada por la pandemia, como ya hiciera la

32. Art. 669 del Proyecto de Ley. RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos...”, cit., p. 241 ya se refería a la posibilidad de incluir este concepto bajo el nombre de “financiación puente”.

33. PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina, nueva financiación...”, cit., p. 144, plantea también la relación con la suspensión de ejecuciones singulares y recomienda documentar las negociaciones en la medida de lo posible “a los efectos de preconstituir prueba” a futuro.

34. El art. 704 TRLC, en conexión con los arts. 283 y 284 TRLC, prohíbe la recalificación como crédito contra la masa o con privilegio general de estos créditos. Sobre

crisis económica de 2008, pone de manifiesto la relevancia que tiene la financiación concedida por estos sujetos en situaciones tan delicadas. Especialmente cuando hablamos de pymes, ya que, generalmente, estos serán los únicos dispuestos a refinanciar la sociedad.

El debate se reabre con motivo del artículo 7 de la Ley 3/2020, de 18 de septiembre, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia. En la misma línea que siguiera su antecesora en 2014<sup>35</sup>, excepciona transitoriamente la subordinación automática de los créditos concedidos por los socios permitiendo su calificación como créditos ordinarios en caso de un concurso consecutivo y sin perjuicio de los privilegios que pudieran corresponder. Para poder beneficiarse de este régimen es necesario que se trate de nuevos ingresos de tesorería, siendo de aplicación únicamente para los concursos declarados hasta el 14 de marzo de 2022.

Más allá de las críticas vertidas por la doctrina sobre la delimitación temporal de esta medida<sup>36</sup>, se replantea la subordinación automática de los créditos otorgados por estos sujetos, especialmente los socios, su conveniencia y/o su inadecuación para combatir el riesgo que lo fundamentaba, a saber, la infracapitalización. Esta última, se encuentra ampliamente cuestionada como mecanismo de protección de los acreedores. En esta materia resulta especialmente relevante por su máxima novedad, la aprobación del Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas, conocido ya como “Proyecto de Ley Crea y Crece”<sup>37</sup> para la constitución de sociedades de responsabilidad limitada con un capital social mínimo de un euro.

Cuestionado su fundamento y admitida la gran relevancia que reviste la financiación por los socios y otros sujetos especialmente relacionados para

---

los sujetos que tendrán la consideración de personas especialmente relacionadas se pronuncia el art. 281.5.º TRLC, con las excepciones del art. 281.2. TRLC.

35. En particular con la Disposición Adicional 2.ª de la Ley 17/2014, con motivo de la crisis financiera de 2008.
36. Primeramente, es más que cuestionable la delimitación temporal, que no protege a los financiadores que lograron mantener la continuidad de la empresa más allá del plazo de prórroga concedido en caso de que igualmente finalice en concurso posterior; contrariamente, sí que se es susceptible de premiar aquella financiación que en un corto plazo desemboca en concurso de acreedores. A lo anterior se ha de sumar la gravedad de que dichos beneficios concedidos a financiación no rentable se producen sin el control de los acreedores previo ni el control judicial, dado que no se vincula al marco de un acuerdo preconcursal ni de su homologación. Por lo tanto, la tutela se podría producir al margen de toda salvaguarda a riesgo de expropiación de los acreedores. Queda, no obstante lo anterior, la posibilidad de ejercitar un control ex post, vía rescisión actos perjudiciales contra la masa de los arts. 226 y ss. TRLC.
37. El Proyecto de Ley de Creación y Crecimiento de Empresas se publicó en el Boletín Oficial de las Cortes Generales núm. 76-1, de 17 de diciembre de 2021, constando su aprobación de fecha de 14 de diciembre del mismo año. Puede consultarse el texto completo del Proyecto aquí: [https://www.congreso.es/public\\_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-76-1.PDF](https://www.congreso.es/public_oficiales/L14/CONG/BOCG/A/BOCG-14-A-76-1.PDF).

lograr el buen fin de los planes de reestructuración y asegurar la viabilidad de la sociedad, parece razonable replantearse la conveniencia de penalizar toda financiación concedida por estos sujetos. Ahora bien, claramente, una ampliación del ámbito del régimen del dinero nuevo o la despenalización de estos créditos, requerirá medidas garantistas suficientes para evitar un uso abusivo de los privilegios concedidos en contra de los acreedores y asegurar la supervivencia de la sociedad.

### III. NOVEDADES EN LOS MECANISMOS DE CONTROL Y SALVAGUARDAS FRENTE A LOS RIESGOS INHERENTES AL RÉGIMEN DE LA NUEVA FINANCIACIÓN

#### 1. LA NECESARIA HOMOLOGACIÓN DEL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN

La desjudicialización del procedimiento de reestructuración y refinanciación de sociedades en crisis o en situaciones cercanas a la misma obliga a reflexionar sobre las cautelas previstas, en caso de otorgar privilegios a la nueva financiación. Especialmente, ante la ampliación del ámbito de protección.

En relación con lo anterior, el artículo 635 del Proyecto de Ley opta por la posibilidad contenida en el artículo 10.1.b) de la Directiva 2019/1023, por el que se condiciona toda tutela de financiación otorgada en el marco de las negociaciones o contenido de un plan de reestructuración a su necesaria homologación ante una autoridad judicial o administrativa<sup>38</sup>.

De un lado, el exclusivo momento en el que se prevé el control de la nueva financiación por la vía de la homologación, es susceptible de generar inseguridad jurídica suficiente como para frenar la financiación de quién no puede conocer en el momento que la concede, si quedará bajo el paraguas del régimen del dinero nuevo.

Como contrapartida, a pesar del posible efecto desincentivador, se refuerzan los controles previstos, no siendo suficiente la formalización del plan forjado en el ámbito de la autonomía privada y de carácter extrajudicial para blindarse frente a los efectos de la declaración de concurso consecutivo. La protección de los acreedores radica, por lo tanto, en el control por la autoridad judicial de los créditos a través de los que se refinance la sociedad.

38. La Directiva 2019/1023, a su vez, permite que los estados consideren mecanismos de protección ex ante a través de un administrador en materia de reestructuración, un comité de acreedores o una autoridad judicial o administrativa. Así se pronuncia el apartado 68 de los considerandos. Cuestiones que deberán ser tenidas en cuenta. Hasta ahora, el TRLC permite, siempre que se cumplan los requisitos legales, dar cobertura a la nueva financiación contenida en los acuerdos de reestructuración (colectivos y singulares), los acuerdos extrajudiciales de pago y los acuerdos de refinanciación homologados.



El sistema planteado por el legislador prevé tres momentos diferenciados de supervisión. Por un lado, incorpora la posibilidad de solicitar una fase de contradicción previa a la homologación, en los artículos 662 y ss. del Proyecto de Ley. En segundo lugar, durante el procedimiento mismo de homologación del acuerdo. Por último, se permite igualmente la posibilidad de impugnación del auto que declare la homologación, conforme a los artículos 653 a 659, 669, 670 y 698 bis del Proyecto de Ley<sup>39</sup>.

Por estas vías, el juez realizará un control sobre la viabilidad de la sociedad en relación con el plan de reestructuración presentado. Asimismo, pondrá cuidado sobre la observancia de los formalismos para su adopción (arts. 638 y 639 del Proyecto de Ley, según se trate de un plan consensual o no consensual<sup>40</sup>, además del artículo 640 para el deudor persona natural), las mayorías necesarias para la homologación del plan, así como las establecidas en los artículos 667 y 668 del Proyecto de Ley y la incorporación de copia íntegra del instrumento público en el que se haya formalizado, incluida la certificación del auditor sobre las mayorías exigidas y, en su caso, el informe por el experto en reestructuraciones.

En caso de impugnación del auto de homologación, el juez controlará que se cumplen los requisitos formales para la misma, las mayorías necesarias en relación al “test del pasivo sufriente” o la certificación de un auditor. Podrá alegarse también la vulneración del interés superior de los acreedores<sup>41</sup>, en el caso de los planes consensuales, mientras que para los no consensuales requerirá que ninguna clase de créditos vaya a mantener

39. Por lo que respecta a los arts. 654 y 655 del Proyecto de Ley, hacen referencia a la impugnación de acuerdos consensuales y no consensuales, mientras que el art. 656 del mismo texto se refiere a los planes no aprobados por el deudor o por los socios. Por su parte, los arts. 669 y 670 del Proyecto de Ley, recogen las especialidades relativas a la nueva financiación y financiación provisional. En cuanto al art. 698 bis, se pronuncia sobre los requisitos de homologación para los planes de reestructuración en el marco de un plan de continuación para pymes. Además, se deben tener en cuenta las consecuencias del art. 16.4 de la Directiva 2019/1023, especialmente en lo referente a la posibilidad de prever una indemnización por pérdidas financieras.

40. Los artículos mencionados contienen las mayorías necesarias para la homologación del plan, el presupuesto objetivo, exigencias en torno al tratamiento paritario de los créditos y la comunicación a los acreedores. También la exigencia de presentar un informe por el experto en la reestructuración sobre el valor de la empresa en funcionamiento, en caso de los acuerdos no consensuados, pero aprobados por una clase que pueda presumirse que hubiera recibido algún pago tras una valoración de la deudora como empresa en funcionamiento.

41. El último párrafo del art. 654 establece que “se considerará que el plan no supera esta prueba cuando sus créditos se vean perjudicados por el plan de reestructuración en comparación con su situación en caso de liquidación concursal de los bienes del deudor, individualmente o como unidad productiva. A los efectos de comprobar la satisfacción de esta prueba, se comparará el valor de lo que reciban conforme al plan de reestructuración con el valor de lo que pueda razonablemente presumirse que hubiesen recibido en caso de liquidación concursal. Para calcular este último valor, se considerará que el pago de la cuota de liquidación tiene lugar a los dos años de la formalización del plan”. Además, se han de tener presentes el art. 10.2.e) de la Directiva

o recibir un valor superior al importe de sus créditos; un tratamiento menos favorable que cualquier otro del mismo rango; o reciba un valor inferior al importe de sus créditos si una clase inferior o los socios van a recibir cualquier pago o a conservar cualquier derecho, acción o participación; entre otros motivos de impugnación.

### 1.1. El plan de viabilidad

Para la homologación de un plan de reestructuración, es de obligado cumplimiento que el mismo responda a un plan de viabilidad, conforme al propósito último de la reestructuración temprana. Así lo dispone en numerosas disposiciones a lo largo del procedimiento o de su propia exposición de motivos la propuesta normativa. A modo de ejemplo cabe fijarse en los artículos 655.3, 656.1.4.º, 670, 697 ter para los planes de continuación de las pequeñas empresas y medianas empresas, o los apartados 6.1.º, 6.5.º y 6.6.º del artículo 698 bis del Proyecto de Ley.

En particular, el artículo 638.1. del Proyecto de Ley establece como requisitos para la homologación el cumplimiento del presupuesto objetivo y su adecuación para asegurar la viabilidad de la empresa en el corto o medio plazo.

A pesar de que el requisito del plan de viabilidad ya formaba parte de las exigencias del TRLC, en relación con su efectividad como mecanismo de tutela de los acreedores, la doctrina matizaba que no se exigía su exhibición frente a los mismos por parte de la sociedad deudora. Por este motivo, cualquier control sobre este aspecto se realiza *ex post*, en la impugnación del acuerdo o en fase de calificación, a salvo del control judicial en fase de homologación<sup>42</sup>.

Esta posición se refuerza al establecer el carácter imprescindible de la homologación del plan por medio del Proyecto<sup>43</sup>.

#### A. El control sobre el presupuesto objetivo

Dentro del procedimiento de homologación, el juez llevará a cabo primeramente un control del presupuesto objetivo de los planes de reestructuración. Esto es, demostrar que se encuentra en situación de insolvencia probable, inminente o actual -unido siempre a la posibilidad de revertir

---

2019/1023, además del art. 698 del Proyecto de Ley en cuanto a la refinanciación de micropymes y el procedimiento especial de continuación.

42. MOYA BALLESTER, J., *Mecanismos preventivos del concurso de acreedores, los acuerdos de refinanciación y el acuerdo extrajudicial de pagos*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, p. 136. Cabe recordar en este punto, los reclamos doctrinales en relación con un control *ex ante* de acceso a los planes de reestructuración.

43. El plan de viabilidad se pondrá a disposición del juez de conformidad con lo establecido en el art. 633 del Proyecto, en su apartado 10.º, en conexión con lo dispuesto por el art. 643.3 del mismo texto.

la situación de insolvencia o, en su caso, de evitarla, asegurando la viabilidad de la sociedad, como se ha visto anteriormente. Esto requiere, en primer lugar, confirmar que, de no alcanzarse un acuerdo de reestructuración, desembocará en insolvencia definitiva o la declaración del concurso de acreedores.

La dificultad probatoria y la inseguridad jurídica se agrava para los financiadores al tratar la controvertida y novedosa insolvencia probable<sup>44</sup>. En este sentido, no es baladí la gran dificultad que ya se reconoce que sufren los órganos judiciales extranjeros, a pesar de contar con dilatada experiencia en esta materia. Es el supuesto estadounidense con el *Chapter 11*, ante la denuncia de herramientas insuficientes para constatar la concurrencia del presupuesto objetivo de los planes de reestructuración o el grado de probabilidad necesario<sup>45</sup>.

Parece haber consenso sobre la necesidad de que dicha probabilidad sea superior al cincuenta por ciento, esto es, “*more likely than not*”. En este sentido, se han propuesto tanto por el propio Proyecto de Ley como por la doctrina distintos elementos que pueden ayudar a constatar una situación de insolvencia probable, como la ausencia de un mercado de crédito al que acudir o la predisposición de los acreedores para alcanzar un acuerdo de reestructuración temprana. El mismo Proyecto de Ley se pronuncia de la siguiente forma: “el mejor indicio de la razonabilidad del plan de reestructuración, incluida su necesidad e idoneidad para asegurar la viabilidad de la empresa deudora, es que una mayoría cualificada de acreedores está dispuesta a asumir el sacrificio que el plan comporta”.

44. Ha sido debatido por la doctrina, si el término utilizado por la Directiva 2019/1023 de “*likelihood of insolvency*” debía ser incorporado a la normativa española como una noción nueva y autónoma o, por el contrario, asimilada a la ya conocida insolvencia inminente. Mientras que el legislador alemán optó en el §18 InsO por mantener únicamente la insolvencia inminente y delimitarla al plazo de dos años, el legislador holandés en el art. 370 del *Bankruptcy Act (Faillissementswet)* regula la insolvencia probable a modo de cláusula abierta. En un primer momento, el Anteproyecto de Ley español para la reforma del TRLC y la transposición de la Directiva 2019/1023 se unía a la versión holandesa de la insolvencia holandesa. Sin embargo, en la versión final del texto, con la aprobación del Proyecto de Ley, el art. 584 la define como aquella situación en la que “sea objetivamente previsible que, de no alcanzarse un plan de reestructuración, el deudor no podrá cumplir regularmente sus obligaciones que vencen en los próximos dos años”, situándose en cierta equidistancia entre sus referentes del Derecho comparado, ya que utiliza la delimitación temporal de la versión alemana, pero incorporándola como un momento distinto a la insolvencia inminente. En la versión anterior del Anteproyecto, el marco temporal de la probabilidad de insolvencia quedaba únicamente limitado por el plazo de tres meses establecido para la insolvencia inminente.

45. EIDENMÜLLER, H., “Contracting for a European Insolvency Regime”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 341/2017, Oxford Legal Studies Research Paper No. 28/2017*, 2017, p. 279. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2896340>. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2896340>.

Sin embargo, ante la difícil medición, se reclaman datos empíricos o fórmulas financiero-contables que contribuyan a la mayor objetividad posible para combatir los abusos derivados. Las mismas suponen un nuevo reto para los jueces, requiriendo de una fuerte formación en la materia o de expertos que presten el soporte necesario para ello<sup>46</sup>.

Con similar finalidad, no se puede obviar el papel que juegan las alertas tempranas en este campo. Si bien están pensadas para alertar a los administradores sociales sobre la situación de la sociedad, su activación podría constituir un elemento igualmente indicativo a solicitud del juez que tenga que decidir sobre el cumplimiento del presupuesto objetivo de acceso a los marcos de reestructuración<sup>47</sup>. Los indicadores, sin embargo, no lanzan un “mensaje categórico”, sino meramente indicario, por lo que no revisten la entidad suficiente como soporte de las labores judiciales<sup>48</sup>.

Por otro lado, la tarea probatoria corresponderá al deudor que comunique la apertura de negociaciones con sus acreedores, conforme al artículo 586.1.1.º del Proyecto dado que, en caso de ser estimada la solicitud, por parte del Letrado de la Administración de Justicia, pasará a beneficiarse de la excepción de las normas de Derecho común que supone el Derecho preconcursal.

---

46. Ver GARCIMARTÍN, F., “La probabilidad de insolvencia”, *Almacén de Derecho*, 9 de junio de 2021. Consultado en <https://almacendederecho.org/la-probabilidad-de-insolvencia>. En particular, EIDENMÜLLER, H., “Contracting for an European Insolvency” ..., cit., p. 279 reivindica la imposición de un test de control para evitar abusos en el acceso a los marcos de reestructuración y denuncia las dificultades que afrontan los jueces. Por su parte, FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “La incidencia de la directiva (UE) 2019/1023, sobre marcos de reestructuración preventiva sobre los artículos 5 bis y 235 de la Ley Concursal”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 32, 2020, p. 5, considera necesario que el legislador incorpore una serie de indicadores externos legales *iuris tantum*.

47. La propia Directiva 2019/1023 exige la creación de herramientas de alerta temprana por parte de los Estados miembros, al servicio de los deudores para el cumplimiento de los objetivos del texto europeo, es decir, el diagnóstico precoz para una actuación temprana que permita la conservación de empresas viables.

La disposición final novena del Proyecto de Ley recoge que, en el plazo de seis meses, el Gobierno, a propuesta conjunta de los ministerios de Justicia, de Asuntos Económicos y Transformación Digital y de Industria, Comercio y Turismo, aprobará un Reglamento sobre servicios de asesoramiento a pequeñas y medianas empresas en dificultades, a solicitud de las mismas y de forma personalizada, gratuita y confidencial. Además, la disposición final décima del Proyecto de Ley contiene la mención a un sistema de alerta temprana con la información de la Agencia estatal de la Administración Tributaria y de la Tesorería General de la Seguridad Social. En relación con ello, dispone que la información transmitida por las autoridades, únicamente se pondrá a disposición del contribuyente. La garantía sobre la privacidad de dicha información impide que la misma pueda ponerse a disposición de terceros acreedores.

48. El propio texto legal reitera en su exposición de motivos (VII) que los indicadores de alertas tempranas no tienen carácter definitivo ni “categórico”.

## B. La necesidad y razonabilidad de la financiación

Constatado el presupuesto objetivo, a continuación, deviene necesario acreditar que la financiación sometida a examen cumple criterios de necesidad y razonabilidad, respondiendo a un plan de viabilidad. Así queda dispuesto por los artículos 665, 666 y 698 bis del Proyecto de Ley, además del artículo 633, en su apartado 10.º, vinculando el cumplimiento de este requisito a los elementos causales o finalistas de la financiación<sup>49</sup>.

La financiación interina gozará de los beneficios previstos cuando sea necesaria y razonable en forma y cuantía para asegurar la continuidad de la empresa total o parcialmente, preservando el valor de sus activos de forma que se proteja el buen fin de las negociaciones de un acuerdo de reestructuración.

Por otra parte, la nueva financiación será razonable cuando resulte necesaria para el cumplimiento de un plan de reestructuración, es decir, imprescindible en los términos previstos en el plan de viabilidad que respalda el plan de reestructuración.

Estas disposiciones son coherentes con lo establecido por la Directiva 2019/1023 en su artículo 2 cuando define ambos tipos de financiación, así como a lo establecido en su artículo 10.2.e). Igualmente son trasladables en este punto las dudas relativas a la cuestión probatoria o de medición de la financiación.

### 1.2. El informe de experto independiente y experto en reestructuraciones

En cuanto a la potestativa elaboración de un informe por experto independiente del actual artículo 600 TRLC, se elimina esta previsión en el Proyecto de Ley, quedando las facultades de valoración y control de la viabilidad y la adecuación para evitar la declaración del concurso, en manos únicamente del juez.

Por medio de este informe, el experto independiente realiza una valoración del plan de viabilidad, la proporcionalidad de las garantías otorgadas, la equidad del contenido y su adecuación para evitar o salvar la insolvencia atendiendo a la situación económica real del deudor y a las medidas adoptadas en el mismo. La emisión de un informe negativo, si bien se ha comentado que actualmente no implica la rescisión del acuerdo de refinanciación, podrá ser tenida en cuenta a efectos de las presunciones *iuris tantum* para las acciones de reintegración del artículo 697 TRLC<sup>50</sup>.

49. También se contienen referencias sobre esta materia en la Exposición de Motivos del Proyecto de Ley (p. 23).

50. Sobre el alcance y las reflexiones imprescindibles en relación con el informe de experto independiente se pronuncia MOYA BALLESTER, J., *Mecanismos preventivos...* cit., pp. 140 a 143.

La eliminación del informe responde al objetivo de reducir costes temporales y económicos para agilizar la reestructuración temprana de sociedades en dificultades financieras pero viables económicamente. Con todo, no puede descartarse la función de apoyo al juez del concurso que, como se ha comentado, cumpliría de cara a la verificación del presupuesto objetivo, así como de la viabilidad económica o la necesidad y razonabilidad de la financiación concedida en el marco de una reestructuración<sup>51</sup>. Una función de apoyo que resulta relevante no sólo al juez del concurso, sino a los propios interesados, especialmente al deudor.

Con esta finalidad, la Directiva 2019/1023 recoge la posibilidad de que intervenga potestativamente un experto en reestructuraciones (en sustitución del actual mediador concursal en el caso de los acuerdos extrajudiciales de pago), a salvo de los supuestos obligatorios. Sin embargo, más allá de las labores de supervisión y asistencia, únicamente se prevé que recoja informe expresamente para valorar la empresa en funcionamiento, en los supuestos de venta de unidad en funcionamiento.

El Proyecto no hace uso así de la opción contenida en el artículo 8.1.h) de la Directiva 2019/1023, por la que permite que los Estados miembros requieran un informe por experto independiente o por un administrador en materia de reestructuraciones que valore la exposición de motivos en términos de viabilidad económica.

## 2. EL TEST DEL PASIVO SUFRIENTE

Junto con el requisito de la necesaria homologación del plan de reestructuración para poder beneficiarse del régimen especial del dinero nuevo, se establece con carácter totalmente novedoso en el sistema español el denominado “test del pasivo sufriente”<sup>52</sup> en los artículos 667 y 668 del Proyecto de Ley.

Conforme al mismo, se beneficiará de protección rescisoria absoluta la financiación contenida en un acuerdo homologado si los créditos afectados por el plan representan al menos el cincuenta y uno por ciento del pasivo afectado. Dicha cifra se eleva hasta alcanzar los dos tercios del pasivo afectado cuando la financiación sea concedida por personas especialmente relacionadas con el deudor o *insiders*, para cuyo cómputo dichos créditos no serán tenidos en cuenta.

De no alcanzarse las mayorías mencionadas, si bien quedan excluidas las presunciones de perjuicio contra la masa *iuris tantum*, toda vez que se

51. Así lo reclamaba EIDENMÜLLER, H., “Contracting for an European Insolvency”..., cit., p. 279.

52. PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina, nueva financiación...”, cit., p. 149, apunta que esta medida contribuye a evitar la declaración de concurso, así como comportamientos abusivos por parte de los acreedores financiadores.

apruebe la homologación, los acuerdos relativos a la nueva financiación podrán ser rescindidos cuando se encuentren en uno de los supuestos de perjuicio contra la masa *iuris* Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo *de iure*. En cuanto a los acuerdos no homologados podrán ser objeto de rescisión a salvo de que el administrador concursal pruebe el carácter necesario y proporcionado de los acuerdos, acreditando que no causa perjuicio a los acreedores.

Esta particularidad, resulta de aplicación también al beneficio en la prelación del crédito<sup>53</sup>. En caso de cumplirse las mayorías establecidas, los créditos serán recalificados en un cincuenta por ciento como créditos contra la masa mientras que, el otro cincuenta por ciento, se calificará como crédito con privilegio general. De lo contrario, si no se alcanzan los porcentajes establecidos, no existirá preferencia en el cobro.

A través de esta norma, si bien los financiadores no disfrutaban de la certeza de saber si la concesión de crédito se verá beneficiada al eliminarse el automatismo de los privilegios, permite al legislador graduar la protección de los financiadores, asumiendo que la nueva financiación se encuentra justificada en términos de viabilidad de la sociedad cuando los acreedores se muestran favorables a la misma en aras de lograr la continuidad de la empresa. De esta forma, habría cabida para una ampliación del concepto de financiación, con la garantía de que los beneficios se hacen depender de que resulte viable a los ojos del resto de acreedores quienes, de considerar que media fraude en la operación, votarán negativamente.

Esto se ha de tener en cuenta con mayor fuerza cuando se trata de pequeñas y medianas empresas en las que, como se ha visto, el acceso a un mercado de financiación se encuentra fuertemente restringido y donde habitualmente los socios son los únicos dispuestos a aportar nueva financiación a la sociedad. A lo anterior, se han de sumar los apuntes realizados en torno a la inadecuación de la subordinación crediticia prevista por el TRLC para los créditos derivados de la nueva financiación por *insiders*, para combatir el riesgo de infracapitalización y las últimas novedades legislativas al respecto. Ello, se ha de tener en consideración junto con los propósitos planteados en el Derecho de la Unión Europea de fomentar la financiación y reestructuración de sociedades en crisis como una prioridad que se desprende igualmente de los principios económicos subyacentes a la Directiva 2019/1023.

En definitiva, los mecanismos de control de la nueva financiación y, particularmente el test del pasivo sufriente, consolidan la tendencia a la

53. Por medio de su artículo cincuenta y seis del Proyecto de Ley modifica el art. 242 TRLC, añadiendo un apartado 18.º, continente de la calificación de crédito contra la masa en un cincuenta por ciento de la nueva financiación cuando se cumplan las mayorías especificadas. Habrá que tener en cuenta también el artículo sesenta del Proyecto de Ley, por el que se introduce el apartado 6.º del art. 280, relativo a los créditos con privilegio general.

ampliación del ámbito de aplicación del régimen del dinero nuevo. Máxime si se tiene en cuenta que por medio de la nueva financiación no se procura únicamente la solución de problemas de caja.

#### IV. CONCLUSIONES

Con la transposición de La Directiva 2019/1023, se introducen numerosas reformas, algunas de ellas aún por concretar por la jurisprudencia y sometidas a debate doctrinal, en Derecho concursal, preconcursal y parconcursal que afectan directamente a la financiación o refinanciación de sociedades en crisis.

En particular se plantea la posibilidad de una ampliación del régimen tuitivo de la nueva financiación, esto es, el régimen del dinero nuevo o *fresh money*, en tres aspectos distintos: i) la posible eliminación del requisito de que la nueva financiación consista en nuevos ingresos de tesorería o fondos líquidos; ii) la inclusión en el régimen de la financiación interina; ii) y la protección de la financiación concedida por personas especialmente relacionadas o *insiders*.

Los supuestos de ampliación comportan riesgos como el de generar la denominada hipertrofia de los créditos contra la masa o la posibilidad de que tenga lugar un uso abusivo de la recalificación concursal de los créditos por parte de los financiadores, así como el riesgo de infracapitalización y la vulneración de los criterios de justicia que reclama el principio *par conditio creditorum*.

Frente a estos peligros se sitúa la necesidad de incentivar la financiación, especialmente en el caso de pequeñas y medianas empresas o combatir fenómenos como el *free ride* fomentando la implicación de todos los acreedores en la financiación de sociedades en dificultades. Ello, de conformidad con los objetivos internacionales de facilitar la reestructuración temprana de sociedades apalancadas pero viables económicamente. Igualmente, en armonía con los planteamientos económicos subyacentes en La Directiva 2019/1023. Es pacífico que para la supervivencia de las sociedades en dichas situaciones y, estrechamente relacionado con ello, para el éxito de los planes de reestructuración, la concesión de financiación nueva e interina resulta esencial.

En orden a asegurar el equilibrio de intereses contrapuestos, el legislador procura una serie de mecanismos tuitivos. En primer lugar, opta por la posibilidad contenida en el artículo 10.1.b) de La Directiva 2019/1023, condicionando cualquier tutela a la necesaria homologación del plan de reestructuración.

Ello implica un control judicial sobre la necesidad inmediata y la razonabilidad de toda financiación, nueva o interina, y su adecuación a un plan de viabilidad, precedido por un control del presupuesto



objetivo. Asunto nada baladí, dada la novedosa insolvencia probable. Igualmente, supervisará las mayorías y el resto de requisitos formales recogidos para el plan de reestructuración y su homologación, además del interés superior de los acreedores. Con esto se establecen tres fases de control. En primer lugar, una fase de contradicción previa potestativa, el proceso de homologación en sí y, por último, la impugnación del auto de homologación.

Junto a los controles anteriormente referidos, cabe destacar por su absoluta novedad el test del pasivo sufriente. Instrumento especialmente pensado para combatir la problemática que encierra la concesión de financiación por personas especialmente relacionadas. Si bien los financiadores no disfrutan de la certeza de saber si la concesión de crédito se verá beneficiada al eliminarse el automatismo de los privilegios, permite al legislador graduar la protección de los financiadores, asumiendo que la nueva financiación se encuentra justificada en términos de viabilidad de la sociedad cuando los acreedores se muestran favorables a la misma en aras de lograr la continuidad de la empresa. Una medida, por añadidura, especialmente beneficiosa para las pequeñas y medianas empresas.

En definitiva, a la novación que experimenta el régimen del dinero nuevo se unen alteraciones dirigidas a combatir los riesgos intrínsecos. El motivo responde a primar la financiación de sociedades apalancadas y en dificultades económicas, pero económicamente viables, ante la gran concienciación sobre el carácter muchas veces imprescindible para lograr la supervivencia. Ahora bien, aun cuando alguno de los instrumentos carece de precedentes y resulta prometedor, descansando muchas veces el control en la aprobación de las operaciones de refinanciación por los propios acreedores, no se puede ignorar que la confirmación de la protección se hace depender de un pronunciamiento judicial, con el requisito de la homologación. Ante esta circunstancia, algunas voces reclaman, dada la experiencia comparada, medidas de soporte a su labor.

## V. BIBLIOGRAFÍA

- ARRUÑADA, B., “Interpretación positiva del Derecho concursal español y propuestas para una reforma equilibrada”, *Fedea Policy Papers*, 2021, pp. 1 a 33.
- BUIL ALDANA, I., “La financiación de empresas en situación concursal: una visión española basada en el *debtor-in-possession financing* del sistema norteamericano de insolvencias”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, N.º 14, 2011. Consultado en *La Ley Digital*, pp. 1 a 27.
- BUIL ALDANA, I., “Socios y financiación en tiempos de crisis Covid-19 y transposición de la Directiva de reestructuración temprana: Una propuesta de régimen jurídico”, *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 1, 2021, pp. 129 a 150.

- CERVERA MARTÍNEZ, M., “Artículo 704. De los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en PRENDES CARRIL y FACHAL NOGUER (dirs.): *Comentario al Texto Refundido de la Ley Concursal*, Tomo II, Aranzadi, Navarra, 2021, pp. 1641 a 1648.
- EIDENMÜLLER, H., “Contracting for a European Insolvency Regime”, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper N.º 341/2017, Oxford Legal Studies Research Paper N.º 28/2017*, 2017, pp. 273 a 304. Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2896340>. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2896340>.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N., “La incidencia de la directiva (UE) 2019/1023, sobre marcos de reestructuración preventiva sobre los Real Decreto-Ley 11/2014, de 5 de septiembre bis y art. 698 de la Ley Concursal”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 32, 2020, pp. 71 a 95.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E., “Retos y propuestas sobre planes de reestructuración”, *Primer Congreso Europeo sobre Segunda Oportunidad*, Ilustre Colegio de la Abogacía de Barcelona, Barcelona, 2021.
- GARCIMARTÍN, F., “La probabilidad de insolvencia”, *Almacén de Derecho*, 9 de junio de 2021. Consultado en <https://almacenederecho.org/la-probabilidad-de-insolvencia>.
- GARNACHO CABANILLAS, L., “El presupuesto objetivo del plan de reestructuración en el Anteproyecto de ley de reforma concursal”, *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 4, 2021, pp. 1 a 17.
- MEJÍA AMAYA, F., “La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo”, *Finanzas y Política económica*, N.º 2, Vol. 5, 2013, pp. 141 a 160.
- MODIGLIANI, F y MENTOR H., M., “The cost of capital corporation finance and the theory of investment”, *The American Economic Review*, Vol. 68, N.º 3, 1958, Estados Unidos, pp. 261 a 275. Consultado en <http://www.jstor.org>.
- MOYA BALLESTER, J., *Mecanismos preventivos del concurso de acreedores, los acuerdos de refinanciación y el acuerdo extrajudicial de pagos*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017.
- OTERO GONZÁLEZ, L. A., FERNÁNDEZ LÓPEZ, S. y VIVEL BÚA, M., “La estructura de capital de la pyme: un análisis empírico”, en AYALA CALVO (coord.): *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, Universidad de la Rioja, 2007, pp. 407 a 420.
- PULGAR EZQUERRA, J., “Financiación interina, nueva financiación, y planes de reestructuración”, *Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones*, N.º 3, 2021, pp. 119 a 161.
- PULGAR EZQUERRA, J., “La financiación de empresas y la posición del crédito público”, Mesa Redonda celebrada en el *Congreso Internacional*

- sobre *Insolvencias y Reestructuraciones*, Universidad Complutense de Madrid, octubre, 2021.
- PULGAR EZQUERRA, J., *Preconcurso y reestructuración empresarial. Acuerdos de refinanciación y acuerdos extrajudiciales de pago*, Wolters Kluwer, Madrid, 2021.
- RICHTER, T., “Reconciling the European Registered Capital Regime with a Modern Corporate Reorganization Law. Experience from the Czech Insolvency Law Reform”, *Occasional Paper 1/2009. IES FSV. Charles University*, pp. 1 a 13. Disponible en <http://ies.fsv.cuni.cz/>.
- RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, S., “Los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en ROJO FERNÁNDEZ y CAMPUZANO (dirs.): *Los acuerdos de refinanciación y reestructuración. X Congreso Español de Derecho de la Insolvencia*, Aranzadi, Navarra, 2018, pp. 237 a 261.
- ROJO FERNÁNDEZ, A. J., “La propuesta de directiva sobre reestructuración preventiva”, *Anuario de Derecho concursal*, N.º 42, 2017. Consultado en Proview.
- THERY MARTÍ, A., “Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 31, 2019, pp. 55 a 96.
- THERY MARTÍ, A., “Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 28, 2018, pp. 345 a 372.
- VAQUERIZO, A., “La protección de los créditos derivados de la financiación nueva (fresh money) en las reestructuraciones pre-concursales”, *Anuario de Derecho Concursal*, N.º 48, 2019, pp. 1 a 53. Consultado en Proview.
- VICENT CHULIÁ, F., “Desapalancamiento y Ley concursal en torno a la art. 71, de refinanciación”, *Revista de Derecho concursal y paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, N.º 22, 2015, pp. 19-42. Consultado en La Ley Digital.
- WARREN, E., *Chapter 11: Reorganizing American Businesses*, Aspen Publishers, New York, EEUU, 2008.
- YANES YANES, P., “Artículo 704. De los créditos por generación de nuevos ingresos de tesorería”, en VEIGA COPO (dir.): *Comentario al Texto Refundido de la Ley Concursal*, Tomo II, Aranzadi, Civitas, Navarra, 2021, pp. 1842 a 1844.

