

REVISTA DE DERECHO CONCURSAL Y PARACONCURSAL

Anales de Doctrina, Praxis,
Jurisprudencia y Legislación

PRESIDENCIA

Manuel Olivencia Ruiz †

CONSEJO DE REDACCIÓN

Bartolomé Ríos Salmerón
Justino Duque Domínguez
Guillermo Jiménez Sánchez
Francisco Vicent Chuliá
Miguel A. Fernández Ballesteros
Luis Martín Rebollo
Cándido Paz-Ares
Joaquim Bisbal Méndez
Alberto Alonso Ureba
Vicente Magro Servet
Luis Velasco San Pedro
Guillermo Alcover Garau
Carlos Esplugues Mota
José Pérez de Vargas
Carmen Alonso Ledesma
Jaime Mairata Laviña



Wolters Kluwer

DIRECCIÓN

JUANA PULGAR EZQUERRA

SECRETARÍA

Pedro J. Rubio Vicente
Andrés Gutiérrez Gilsanz
A. Jorge Viera González
Francisco Javier Arias Varona
Nuria Bermejo Gutiérrez
Víctor Martínez Mulero
Javier Megías López

SUMARIO

Estudios

- La rendición de cuentas de la administración concursal, *Pedro José Vela Torres*
- Gobierno corporativo, sociedades cotizadas y proximidad de la insolvencia: administradores, accionistas y acreedores, *Juana Pulgar Ezquerra*
- La morosidad como problema de aplicación e interpretación normativa, *Jorge Viera González*
- Cambios de domicilio, insolvencia y "forum shopping": ¿esquizofrenia europea?, *Carlos Nieto Delgado*
- El perjuicio como elemento determinante de la acción rescisoria concursal, *María Cristina Escribano Gámir*

Varia

- Algunas consideraciones sobre las medidas cautelares patrimoniales anteriores a la declaración de concurso, *Ibón Hualde López*
- Los créditos contingentes en el procedimiento concursal, *Luis Hernando Cebriá*
- La protección de la masa del concurso como límite a la libertad de establecimiento tras *Kornhass*, *Eva Recamán Graña*
- Sociedades de capital en concurso de acreedores (II): la financiación por papel pelota y la calificación culpable del concurso, *Nuria Fachal Noguera*
- Insolvencia transfronteriza y garantías sobre bienes inmateriales, *Briseida Sofía Jiménez Gómez*

Cuestiones prácticas

- Acciones de reintegración y legitimación activa: el "trasvase" de la acción al acreedor y otros problemas prácticos, *Juan Verdugo García y Pablo García Castro*
- Los límites subjetivos del convenio concursal y las garantías reales a favor de tercero, *Juan María Jiménez Moreno*

Comentarios y reseñas de jurisprudencia

Reseñas legislativa española y comparada

Concurso internacional

Insolvencias punibles

Documentos

Información bibliográfica española y comparada

RP
C

n.º 30/2019

LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES EN LA SOCIEDAD EN CRISIS: PRIMERAS REFLEXIONES * 1

Lorenzo BENEDETTI

Profesor Dr. de Derecho Mercantil, Universidad de Florencia

RESUMEN

Este trabajo aborda el problema de la valoración de las acciones o participaciones de una sociedad en crisis. En particular, la doctrina debate si la posición de los socios en tales sociedades debería ser valorada considerando el valor de la empresa en funcionamiento —después del éxito de un procedimiento de reestructuración— o bien el valor obtenido de la liquidación de los activos empresariales. Sobre la base de un análisis comparativo, se considera mejor la primera solución.

Palabras clave: crisis, acciones y participaciones sociales, valoración, criterios

ABSTRACT

This article deals with the problem of the shares valuation of a distressed company. In particular, law scholars debate if shareholder's position in such a company should be valued considering the going concern value of the undertaking —after the successful development of a restructuring proceeding— or the liquidation value, that is the one obtained from the winding-up of the assets of the company. On the base of comparative analysis, the first solution is deemed to be the best one.

Keywords: crisis, equity holders' share, evaluation, criteria

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN
- II. ÁMBITOS EN LOS QUE ES RELEVANTE LA CUESTIÓN DE LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES DE LOS ANTIGUOS SOCIOS: EL ORDENAMIENTO ALEMÁN
- III. LOS CRITERIOS PARA LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES EN LA SOCIEDAD EN CRISIS DE LA DOCTRINA ALEMANA
- IV. EL CARÁCTER NO DEFINITIVO DE LA EXISTENCIA DE LA INSOLVENCIA PARA DETERMINAR EL VALOR DE LAS PARTICIPACIONES DE LOS ANTIGUOS SOCIOS
- V. LA SOLUCIÓN QUE PUEDE PREVERSE PARA EL ORDENAMIENTO ITALIANO
- VI. POSIBLES OBJECIONES A LA VALORACIÓN BASADA EN EL VALOR DE LIQUIDACIÓN
- VII. CONSIDERACIÓN DE LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO EN LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN LA SOCIEDAD EN CRISIS

* Traducción del italiano al español por Javier MEGÍAS LÓPEZ, Profesor Ayudante Doctor de Derecho Mercantil, Facultad de Derecho, Universidad Complutense de Madrid.

1 Ponencia presentada en el IX Congreso anual de la asociación italiana de profesores universitarios de derecho mercantil «Horizontes del Derecho Mercantil», con título «Problemas actuales de la propiedad en el derecho mercantil», Roma, 22-23 de febrero de 2018. El trabajo forma parte de una reflexión más amplia actualmente en preparación.

I. INTRODUCCIÓN

Como afirma con claridad la doctrina alemana, la valoración de la empresa constituía un problema recurrente en el ámbito de los procedimientos concursales ya antes de las recientes reformas que han afectado a la posición de los socios de las entidades en crisis, al menos para la aplicación de la regla, originariamente aplicable sólo a los acreedores concurrentes, que impone una comparación entre el tratamiento para estos previsto en el plan de reestructuración y aquel aplicable en caso de recurso al procedimiento de liquidación judicial. Regla prevista en Alemania por el §§ 245, *Abs.* 1, n. 1, 251, *Abs.* 2 e 253, *Abs.* 2, n. 3, y reproducida en Italia en el art. 180.4 [y 182 *septies*.4.c)] de la *Legge Fallimentare* [y v. ahora el art. 117.2 del nuevo Código de la crisis y de la insolvencia (CCI)]²⁻³.

Por propósitos análogos a los de los ordenamientos alemán e italiano —en sustancia, la activación de los instrumentos de protección de los intereses sobre los que índice el procedimiento—, pero en referencia ya sea a los acreedores, ya a los socios, el problema se ha disciplinado en la Propuesta de Directiva de Insolvencia de la UE de 2016, en cuyo considerando n. 30 se afirma que «La homologación del plan de reestructuración por la autoridad judicial o administrativa sirve para garantizar que la reducción de los derechos de los acreedores o de las cuotas de poseedores de instrumentos de capital sea proporcional a los beneficios de la reestructuración y que estos sujetos tengan acceso a un recurso efectivo. La autoridad judicial o administrativa debería, por tanto, rechazar el plan de reestructuración si se ha comprobado que el intento de reestructuración reduce los derechos de los acreedores o de los poseedores de instrumentos de capital disidentes en mayor medida respecto a lo que estos podrían razonablemente prever en caso de liquidación de la empresa deudora, ya sea en una liquidación por sectores o bien una venta de la empresa en funcionamiento en atención a las circunstancias particulares de cualquier deudor»⁴.

En este sentido, sin embargo, la Propuesta de Directiva adopta dos parámetros diferentes para la valoración:

— el valor de liquidación de la empresa (considerando 27, arts. 2.9 y 13.1) a los efectos de la prueba del «interés superior del acreedor» disidente que condiciona la homologación en el sentido del art. 10.2.b) en el ámbito de la llamada «reestructuración de las deudas de los acreedores disidentes» (es decir, en el ámbito del *cram down* dentro de las clases individuales: art. 2.7)⁵;

— el «valor de la empresa sobre la base de la empresa en funcionamiento»⁶ cuando para la adopción del plan de reestructuración es necesario aplicar la reestructuración transversal de las deudas (así como cuando el plan sea controvertido por vulneración de la regla *absolute priority rule*: art. 13.2), entendida como «la homologación de parte de la autoridad judicial o administrativa del plan de reestructuración a pesar de la oposición de una o más clases interesadas de acreedores» (art. 2.8), plan que sin embargo «ha sido aprobado por al menos una clase de acreedores interesados diferente de una clase de poseedores de

2 La relevancia de la valoración de la empresa se ha subrayado por CRYSTAL, M.—MOKAL, R., «The valuation of distressed company», en *ssrn.com*, págs. 123 ss. Para la doctrina alemana, v. PÜHL H., *Der Debt Equity Swap im Insolvenzplanverfahren*, RWS-Verlag, 2016, 386 ss., con amplias referencias.

3 Como es sabido en Italia, está en proceso de aprobación definitiva (prevista a más tardar para enero de 2019) el Código de la crisis y de la insolvencia (en aplicación de la L. delega 155/2017), destinado a sustituir a la *Legge Fallimentare* vigente cuya aprobación originaria se remonta a 1942.

4 En la práctica, la Propuesta de Directiva UE identifica la homologación judicial como un instrumento de tutela tanto de los acreedores como de los socios disidentes respecto al instrumento de solución de la crisis, cuya aplicación implica una valoración de la empresa en un escenario alternativo al delineado en la solución de la crisis de cuya homologación se trata. Se propone, por tanto, una solución ciertamente cercana a la ya propuesta por el Derecho positivo alemán; y también a la prevista por el Derecho italiano solo para los acreedores, pero susceptible de ser trasladada también a los socios —como ya se ha anticipado en un escrito precedente y como se mencionará en breve—. V. BENEDETTI, L., «La posizione dei soci nel risanamento della società in crisi: dal potere di veto al dovere di sacrificarsi o sopportare (*Aufopferungs- o Duldungspflicht*)?», *Rivista di Diritto Societario*, 2017, 725 ss.; y SANTONI, A., «Gli azionisti e i detentori di strumenti di capitale nella proposta di direttiva in materia di crisi d'impresa», *Rivista di diritto commerciale*, 2018.

5 Se introduce como condición de la homologación por parte del juez un requisito análogo al *best interest test* previsto por el *Chapter 11* estadounidense (§ 1129 (a) (7) b.c.). Al respecto, ampliamente, TOLLENAAR, N., «The European Commission's Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Proceedings», *Insolvency Intelligence*, 2017, vol. 30 (5), 68, también para amplias referencias.

6 También sobre este punto se reenvía a la amplia profundización de TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 68, que por otra parte critica el enfoque de la Directiva, y EIDENMÜLLER, H., «Contracting for a European Insolvency Regime», *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, law working paper n. 341/2017, *ecgi.com*, 12 ss.

instrumentos de capital u otra clase que, en base a una valoración de la empresa, no recibirían ningún pago u otra compensación si fuese aplicado el grado normal de prioridad de liquidación» [art. 11.1.b)]⁷.

El mencionado problema, por lo demás, asume ulterior relevancia y ve extendido su alcance original como resultado de las recientes reformas que han afectado a la disciplina concursal de algunos de los más importantes países europeos y que, sobre el modelo del *Chapter 11* estadounidense, han determinado la superación, si se quiere la subversión de la orientación consolidada —a su vez fundada sobre el tradicional principio de neutralidad organizativa de los procedimientos concursales⁸— para la que el objeto de la desposesión (plena o atenuada, según los casos) derivada de la apertura de un procedimiento a cargo de una sociedad es únicamente el patrimonio de la entidad en crisis, y no las participaciones de los socios, quienes permanecerían como únicos titulares de las mismas y del poder de disponer de ellas⁹.

El objetivo perseguido y realizado por las reformas mencionadas consiste en la inclusión de los socios —o bien de sus *Anteils- und Mitgliedschaftsrechte*— en el *Insolvenzplan* (§ 217, *Abs. 2, InsO*), o en las homólogas soluciones negociales de la crisis de los otros ordenamientos (*redressement* en Francia, convenio preventivo en Italia). En sustancia, los socios, de sujetos extraños al procedimiento concursal, devienen en sujetos titulares de una posición equiparada —en Alemania— a la de los acreedores sociales o sujetos cuyas participaciones sociales pueden ser objeto de disposición por parte del plan subyacente al instrumento de solución de la crisis concretamente implementado (en el ordenamiento italiano, el convenio preventivo)¹⁰.

Este cambio constituye el presupuesto para la imposición de la transformación de los derechos de los socios por medio de la adopción de medidas estructurales de Derecho de sociedades, en función por ejemplo de un típico instrumento de reestructuración de la sociedad en crisis como el *debt-equity-swap*¹¹.

7 Son numerosos los comentarios sobre la Propuesta de Directiva de la UE. Entre ellos, sin pretensión de exclusividad, se recuerda PANZANI, L., «La proposta di Direttiva della Commissione UE: *early warning*, ristrutturazione e seconda chance», *Fallimento*, 2017, 129 ss.; STANGHELLINI, L., «La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza», *Fallimento*, 873 ss.; EIDENMÜLLER, H., *op. cit.*, 12 ss.; TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 66 ss.; las contribuciones del fascículo 50 de ZINSO, 2016; el estudio del Parlamento UE *The commission insolvency proposal and its impact on the protection of creditors*; MC CORMACK, «Corporate restructuring law— A second chance for Europe?», *European Law Review*, 2017, 42.4, 532 ss.

8 Para una amplia reconstrucción del principio mencionado en el texto véase, recientemente, en la literatura italiana a PINTO, V., «Concordato e organizzazione societaria», *Riv. soc.*, 2017, 100 ss., que ve su esencia en el hecho de que «el objetivo general del procedimiento de insolvencia es la actuación colectiva de la responsabilidad patrimonial», y «objeto de la responsabilidad es el patrimonio del deudor, no su organización societaria o asociativa» (así, la *Allgemeine Bregündung* de la propuesta del gobierno de la *Insolvenzordnung* alemana de 1994 citada por el autor); v., además, NIGRO, A., «La società per azioni nelle procedure concorsuali», in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Utet, 1993, 9**, 336; FERRI jr, «Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi», en TOMBARI (coord.), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Giappichelli, 2014, 100; y en la literatura alemana SCHMIDT, K., «Das Insolvenzrecht mischt sich ein», *ZHR*, 2010, 174, 243 ss., con crítica del principio de neutralidad, definiendo como una ilusión engañosa el hecho de «que el derecho de la empresa en crisis deba aceptar el derecho societario, y no viceversa»; MÜLLER, H.—F., *Der Verband in der Insolvenz*, Carl Heymanns, 2002, 318 ss.

9 Recientemente en Italia, MAUGERI, M. «Partecipazione sociale e attività d'impresa», *Giuffrè*, 2010, 394 ss.; FERRI jr, «La struttura finanziaria della società in crisi», *Rivista di diritto societario*, 2012, 480 ss., quien, como veremos, rechazaba ya antes de 2015 la aceptabilidad de la tesis tradicional; D'ATTORRE, G., «Le proposte di concordato preventivo concorrenti», *Fallimento*, 2015, 1168 ss. Y véase también: la reforma de la *InsO* alemana realizada en 2012 por medio de la *ESUG*; la realizada en Francia por la *dall'Ordonnance n° 2014-326* de 12 marzo de 2014, que introdujo el art. L631-9-1 del *Code de Commerce* y por la *loi Macron* de 10 de julio de 2015 para las sociedades de mayores dimensiones que añadió al *Code de Commerce* un nuevo art. L631-19-2; para Italia, los arts. 163.5 y 185.6 de la *Legge Fallimentare*, mbs introducidos por el d.l. 83/2015 adoptando un enfoque respecto a la posición de los socios en los procedimientos concursales sustancialmente asimilable a la realizada por la legislación alemana y francesa; enfoque que, por otra parte, parece destinado a permanecer sustancialmente inmutado también en el futuro Código de la crisis y de la insolvencia (v. arts. 95.6 y 123.6 del CCI).

10 HIRTE, H.—KNOF, S.—MOCK, B., «Des Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen», *DB*, 2011, 637; GRÄFIN VON SPEE, C., *Gesellschafter im Reorganisationsverfahren*, Carl Heymanns, 2014, 104. Para el marco sistemático de la nueva disciplina como realización de la *absolute Vorrangregel* (es decir, de la primacía del interés de los acreedores sobre el interés de los socios), v. PÜHL, H., *op. cit.*, 133 ss.; THOLE, C., *Gesellschaftsrechtliche Massnahmen in der Insolvenz*, RWS, 2015, 65 ss.

11 El *debt-equity-swap* es indicado por las fuentes extranjeras como una técnica crucial para la reestructuración, v. EIDENMÜLLER, H., *op. cit.*, 10 ss.; CRYSTAL, M.—MOKAL, R., «The Valuation of Distressed Companies— A Conceptual Framework», *International Corporate Rescue*, 3, 4. Para amplias referencias a la nueva concepción de la posición de los

La realización de este objetivo implica un típico problema de respeto a los socios, en cuanto, como ha señalado atenta doctrina —si bien en relación al *bail in*—, las normas de la Convención Europea de los Derechos del Hombre, a través del art. 117 de la Constitución italiana, pueden constituir un parámetro de unión del sindicato de legitimidad constitucional; de modo que, incluso a los efectos del derecho interno, entra en juego la noción amplia de propiedad que se ha afirmado en la Corte de Estrasburgo y que viene a comprender también los derechos relativos, pero también la tendencia —propia del derecho interno— a respaldar un proceso cada vez más acentuado de objetivación de los derechos relacionados con la financiación y la inversión en iniciativas empresariales, que ahora pertenecen a la categoría de los llamados bienes de segundo grado. Con la consecuencia de que tales derechos se prestan a ser considerados como objeto de una situación de pertenencia reconducible al paradigma propietario y susceptible de ser tutelada en aplicación directa del art. 42 de la Constitución italiana¹².

II. ÁMBITOS EN LOS QUE ES RELEVANTE LA CUESTIÓN DE LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES DE LOS ANTIGUOS SOCIOS: EL ORDENAMIENTO ALEMÁN

Como emerge del estudio de la literatura alemana, el problema de la valoración de la empresa en el *Insolvenz(plan)verfahren* influye en la tutela intraconcursal de los intereses de los socios. Tutela que, después de la *ESUG* —y coherentemente con el objetivo fundamental, perseguido expresamente por el legislador alemán, de eliminar el poder de veto de los socios con el fin de facilitar la realización de las medidas funcionales a la implementación de un *Sanierungsplan*, que resulten ventajosas para los acreedores sociales¹³— ha sufrido un cambio en el centro de gravedad desde el plan organizativo al meramente patrimonial¹⁴.

Como hemos mencionado, ya antes de la *ESUG* la valoración de la empresa en el *Insolvenz(plan)verfahren* era una cuestión relevante para la aplicación de la cláusula, constante en numerosas disposiciones del *Insolvenzordnung*, que impone verificar si los acreedores pueden recibir un tratamiento mejor a aquel previsto en el *Insolvenzplan*.

La misma cuestión se vuelve a proponer, después de la reforma por la *ESUG*, respecto a los socios a los que, como grupo que forma parte del procedimiento de insolvencia, se les hayan extendido las disposiciones (§§ 245, 251, 253 *InsO*) que prevén la valoración comparativa entre el escenario de la reestructuración y el liquidatorio (llamado *Vergleichsklausel*).

socios en los procedimientos concursales v. GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 104, nt. 653, que considera las novedades de la *ESUG* como revolucionarias, porque determina la superación de la tradicional separación entre el derecho societario y el concursal; HIRTE, H., «§ 225a», en Uhlenbruck-Hirte-Vallender (hrsg.), *Insolvenzordnung. Kommentar*, Beck, 2015, Rdn. 12 ss., 2490 ss.; SCHMIDT, K., «Debt-to-Equity Swap bei der (GmbH & Co—) Kommanditgesellschaft», *ZGR*, 2012, 568; PINTO, *op. cit.*, 114.

12 GUIZZI, G., «Il *bail-in* nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?», *Corr. giur.*, 2015, 1490 ss., con amplias referencias. Respecto a la posición de los socios en los procedimientos de reestructuración de las empresas en crisis y a los problemas que dicha cuestión pone en relación con la propiedad accionarial, v. European Law Institute, «Rescue of Business in Insolvency Law», 2017, 309 ss. https://www.europeanlawinstitute.eu/fileadmin/user_upload/p_eli/Publications/Instrument_INSOLVENCY.pdf. Por otra parte, la tutela de la propiedad de las participaciones societarias por parte del § 14 *GG* (norma de la Constitución alemana ampliamente asimilable, casi también sinóptica al art. 42 de la Constitución italiana vigente) es un principio consolidado también en la jurisprudencia de la *BVerfG* alemana y una cuestión objeto de amplio tratamiento en la doctrina (para amplias referencias se reenvía a PRUSKO, W., *Die Gesellschafterstellung in der Insolvenz*, Beck, 2013, 94 ss.; PÜHL, H., *op. cit.*, 144 ss.; DERKSEN, N., *Die Unternehmenssanierung innerhalb und außerhalb der Insolvenz*, Nomos, 2017, 81 ss.), la cual de manera incisiva afirma —para crear la idea de la posibilidad de incidir sobre los derechos propietarios de los antiguos socios de la sociedad en crisis a través del *Insolvenzplan*— en modo pacífico que la disciplina de la *InsO* legitima la «Eingriff» sobre (la posibilidad de incidir, es decir, de socavar las) participaciones sociales (PÜHL, H., *op. cit.*, 73 ss.; DERKSEN, N., *op. cit.*, 67 ss.; GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 105 ss.).

13 Consecuentemente, los cambios en la estructura interna de la sociedad, normalmente necesarios en el proceso de reestructuración, como las operaciones sobre el capital y sobre las participaciones sociales (por ejemplo, el *debt-equity-swap*), no podrían ser realizadas *sin la voluntad de los socios*, en cuanto ellos no participaban en el *Insolvenzplanverfahren*; de manera que un *Insolvenzplan* que hubiera contemplado la adopción de operaciones extraordinarias destinadas a incidir sobre las estructuras organizativas societarias requería necesariamente, para ser realizado, el consenso preventivo para tales medidas por los socios —expresado en sede de la junta general, según las reglas sustanciales y las mayorías previstas a tal fin por la ley o los estatutos—, que incluso habrían perdido su condición de destinatarios en última instancia del resultado de la actividad económica (*residual claimant*), con la que se relaciona tradicionalmente la atribución de las prerrogativas corporativas (para mayores referencias y profundidad, consiéntase el reenvío a BENEDETTI, §§ 1 ss.).

14 PÜHL, H., *op. cit.*, 163.

La valoración de las participaciones de los antiguos socios condiciona en modo determinante, como se ha señalado previamente, la posibilidad de aprovechar *con éxito* los instrumentos de tutela concedidos a ellos en el procedimiento de insolvencia en garantía del derecho de propiedad sobre las participaciones sociales; en consecuencia, la cuestión asume una importancia central *de manera que a través de estas soluciones no se alcanza una subrepticia reintroducción de sus poderes de veto respecto a la implementación de una solución acordada de la crisis*.

Tal consideración es válida en primer lugar en relación a la primera de las disposiciones que acabamos de mencionar, el § 245 *InsO* —que disciplina la posibilidad de aparentar la existencia de consenso de una clase, incluida aquella constituida por los socios, siempre que concurren los presupuestos enumerados en el mismo para la aplicación de la *Obstruktionverbot*— el cual, en el *Abs.* 1, n. 1, prevé que también la clase compuesta por los socios pueda ser considerada aceptante del plan que no haya por sí alcanzado las mayorías prescritas por la ley, siempre que «the members of such a group are likely not to be placed at a disadvantage by the insolvency plan compared with their situation without such plan» (en sustancia, los componentes de la clase disidente no deben recibir por el plan un tratamiento peor que aquellos que supieran que les sería aplicable en caso de una ausencia de aprobación)¹⁵.

La posible reatribución a los socios de aquel poder de veto respecto al *Insolvenzplan* —impidiendo alcanzar la mayoría necesaria para la aprobación del plan (igual a la mayoría en todas las clases constituidas) y, en consecuencia, también la *Bestätigung* (aprobación) por parte del tribunal; poder, por tanto, antitético respecto a la *ratio* de las modificaciones introducidas por la *ESUG*— que el legislador de la *ESUG* ha entendido sustraída, viene eliminada por la regla por la que aquellos tienen la carga de probar, para impedir la aplicación de la *Obstruktionsverbot*, que, en ausencia de implementación del plan, gozarían de una posición mejor (§ 245, *Abs.* 1, *InsO*)¹⁶.

Un presupuesto análogo se prevé también en relación a la tutela de la minoría de los socios, en cuanto:

— el § 251, *Abs.* 1, *InsO* dispone que la aprobación del plan puede ser rechazada por el juez cuando un sujeto proponga oposición a tal acto y sea capaz de demostrar que él está «likely to be placed at a disadvantage by the plan compared with his situation without a plan»;

— el § 253 *InsO* prevé la posibilidad de impugnar la aprobación del plan por el tribunal (*Abs.* 1), pero sólo si el actor demuestra que «he will be placed at a significant disadvantage on account of the plan than without the plan and that this disadvantage cannot be compensated by means of a payment from the funds referred to in section 251 subsection (3)» (*Abs.* 2).

Incluso la valoración de las participaciones sociales de los antiguos socios en el *Insolvenzplanverfahren* asume relevancia en Alemania para verificar si la desposesión de su derecho de propiedad es compatible con el § 14 *GG* y si, y en qué medida, tal desposesión determina el nacimiento de un derecho a percibir una indemnización en caso de eventual expropiación de la propia posición societaria en el ámbito de la reestructuración.

III. LOS CRITERIOS PARA LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES EN LA SOCIEDAD EN CRISIS DE LA DOCTRINA ALEMANA¹⁷

Para la valoración de la empresa se singularizan dos macro criterios fundamentales: el *Liquidationswert*¹⁸ y el *Fortsführungswert*¹⁹.

15 V. GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 124 y nt. 803 para amplias referencias; PINTO, V., *op. cit.*, 116 ss.; BENEDETTI, L., *op. loc. cit.*

16 Para mayores referencias, v. BENEDETTI, L., *op. loc. cit.*; PÜHL, H., *op. cit.*, 164, afirmando que un plan podría permanecer del todo privado de efectos siempre que a los accionistas no se les pague como compensación el valor que esperarían por la liquidación de la sociedad en el procedimiento de liquidación judicial.

17 Para referencia al problema en la literatura anglosajona v. WARREN, E., «A Theory Absolute Priority», 1991 *N. Y. Ann. Surv. Am. L.* 9, 1991, 13 f.; ROE, M.J.—SKEEL, D.A., «Assessing the Chrysler Bankruptcy», *Mich. Law Rev.*, 2010, 108, 728; FORTGANG, C.J.—MAYER, T.M., «Valuation in Bankruptcy», 32 *UCLA L. Rev.*, 1985, 1061.

18 Para amplias referencias PÜHL, H., *op. cit.*, 323 ss.; BENEDETTI, L., *op. loc. cit.*

19 FORTGANG, C.J.—MAYER, T.M., *op. cit.*, 1063 ss. La doctrina afirma que, aplicando este criterio, no se alcanza automáticamente un valor positivo de la acción, pero sin embargo se presupone que, gracias a la *Reorganisation*, el activo

El primero es definido como el valor debido al socio después de la liquidación de la sociedad o el previsto en el § 199, S. 2, *InsO*. En otros términos: el valor resultante de la suma de los precios de cesión en sede de liquidación judicial individual de los diferentes elementos del patrimonio, una vez detraídas las deudas y los costes de liquidación.

El segundo es definido como el valor a atribuir a la *Anteil* en consideración de la reorganización a la que la sociedad viene sometida, eventualmente idónea para determinar una readquisición de valor. En otros términos, se trata del valor que proviene de la continuación de la actividad social, el valor de *going concern*²⁰.

Dentro de cada uno de estos dos macro criterios se distinguen además subcategorías²¹.

IV. EL CARÁCTER NO DEFINITIVO DE LA EXISTENCIA DE LA INSOLVENCIA PARA DETERMINAR EL VALOR DE LAS PARTICIPACIONES DE LOS ANTIGUOS SOCIOS

Para afrontar el problema en examen, se afirma de manera recurrente que las acciones de los antiguos socios no incorporan valor si la sociedad es insolvente.

Sin embargo, debe precisarse que cuando la consideración aparece en la literatura alemana, es acompañada por la expresión «in der Regel»²²; lo que parece indicar cómo la existencia de la insolvencia no es considerada un criterio dirimente, en todo caso y por sí misma, para constatar la ausencia de valor de las participaciones sociales, sino un criterio que podríamos definir como «máximo».

La insolvencia de hecho es un fenómeno financiero, no patrimonial, de modo que pueden darse casos en los que el patrimonio del deudor insolvente pueda ser liquidado con satisfacción integral de todos los acreedores y permanecer un activo residual, cuya destino sería a favor de los socios, en cuanto titulares del derecho a recibir todo aquello que permanezca una vez que se haya pagado a los acreedores²³.

supere a las deudas: SPETZLER, S., «Insolvenzrechtreform und Bankenreorganisation», *KTS*, 2010, 446, y VERSE, D., «Anteilseigner und Insolvenzverfahren», *ZGR*, 2010, 311. Para referencias completas en la doctrina alemana v. GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 120 ss. y 158 ss., donde se indican como argumentos dirimientes a favor de la adopción del primer criterio el contraste con el § 225, Abs. 5, S. 1, *InsO* (que se refiere al valor de liquidación) y la voluntad del legislador; KLEINDIEK, D., «Debt- Equity-Swap im Insolvenzplanverfahren», in *FS Hommelhoff*, Otto Schmidt, 2012, 558; y por último PÜHL, H., *op. cit.*, 322 ss.

20 Se puede encontrar una amplia mención a la distinción entre los posibles criterios del valor de la empresa en crisis, además de en la literatura alemana ya citada, también en TOLLENAAR, N., *op. cit.*, § 3.1. ss., y en CRYSTAL, M.—MOKAL, R., «The valuation», 2 ss.; WESTBROOK, J., «The Control of Wealth in Bankruptcy», *Texas Law Rev.*, 2004, 82(4), 795. En cada una de las obras citadas están disponibles ulteriores referencias.

21 El *Liquidationswert* puede ser entendido, dependiendo de la hipótesis recurrente en cada caso, como *Stillegungwert* (valor de disolución, de cierre), consistente en el valor en caso de no continuación de la actividad (o de disolución de la sociedad), en el cual se ven singularmente los diversos bienes empresariales: valor particularmente bajo por la venta singular de los *assets* y por los costes de la liquidación: MADDAUS, S., *Der Insolvenzplan*, Mohr Siebeck, 2011, 440 nt. 17; y como *Rechtsträgerliquidationswert*, consistente en una valoración que puede ser superior a la derivada de la aplicación del precedente criterio como consecuencia del hecho que es posible tener en cuenta indirectamente los beneficios futuros de la empresa alcanzables como consecuencia de la continuación por parte de un sujeto jurídico diferente, siguiendo la *übertragende Sanierung* (cesión de empresa). Análogamente se individualizan subcategorías también dentro del *genus* del *Fortsührungswert* (PÜHL, H., *op. cit.*, 325).

22 PÜHL, H., *op. cit.*, 333.

23 Puede suceder, por tanto, que el deudor sea insolvente, y esto a pesar de que la iniciativa del tercero resulte igualmente «expropiatoria»: FERRI jr, «La struttura», cit., 479 [«valor neto (positivo) del patrimonio de la sociedad (que, en su condición de insolvente, bien podría resultar todavía amplio)»]; GALLETI, D., «Le proposte concorrenti nel concordato preventivo», *ifallimentarista.it*, 15 septiembre 2015, 4 ss. (también con referencia a la legitimidad de las propuestas concurrentes de los acreedores); BOZZA, G., «Le proposte e le offerte concorrenti», *fallimentiesocieta.it*, 2015, 8; VITIELLO M., «Le proposte concorrenti nel concordato preventivo: le possibili soluzioni alle primissime questioni interpretative», *ifallimentarista.it*, 4 diciembre 2015. Sostiene, en cambio, que la empresa insolvente carece de valor —para los que sería en tal caso legítimo una expropiación del socio sin indemnización, por lo mencionado en el texto— FABIANI, M., «L'ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte contaminazioni ideologiche», *ilcaso.it*, 8, que mantiene la necesidad de distinguir la hipótesis en la que no permanezca la insolvencia pero sí el estado de crisis; y probablemente

El criterio apropiado para verificar si la empresa social incorpora todavía un valor del que los socios puedan verse expropiados será, en cambio, verificar que el deudor pueda pagar todas sus deudas²⁴.

Conclusión compartida también por la doctrina especialista alemana, que afirma por encima de todo que para comprobar al *Wertlosigkeit* de las participaciones debe hacerse mención a la regla general de prioridad (*Vorrangregel*) de los acreedores respecto a los socios: si el patrimonio no es suficiente para la completa satisfacción de los acreedores, las participaciones son por ello privadas de valor²⁵.

De ello se deduce que las participaciones serían consideradas privadas de valor siempre que exista un *Überschuldung* en el sentido del § 19 *InsO*²⁶.

En definitiva, la tesis que parece ser mayoritariamente compartida es aquella según la cual la valoración de las participaciones en la sociedad en crisis depende esencialmente del hecho de que el patrimonio social existente sea o no suficiente para satisfacer íntegramente a los acreedores: si esto no es posible, las participaciones no tendrán ningún valor²⁷. Ello depende, en definitiva, de la generalizada concepción de las participaciones como bienes de segundo grado²⁸.

Las consideraciones anteriores, sin embargo, no resuelven el problema en examen, porque el patrimonio del deudor podría resultar de valor insuficiente para la satisfacción integral de las deudas cuando se valore la empresa en una perspectiva que privilegie el escenario de su liquidación (quizá distinguiendo, como hace la doctrina alemana, la liquidación de la empresa como complejo organizado o solo la de la persona jurídica que la ha ejercitado hasta que apareció la crisis), pero no si, al contrario, se privilegia el escenario de la continuación de la empresa. En esta segunda hipótesis, de hecho, el *going concern* podría generar flujos de entrada que permitan

también PANZANI, L., "Introduzione", in Ambrosini (coord.), *Il diritto della crisi d'impresa dopo la riforma del 2015*, en prensa, 12. En el sentido del texto v. también CRYSTAL, M.—MOKAL, R., "The valuation", 1 ss., los cuales, para el ordenamiento inglés, distinguen la hipótesis en la que la empresa sea *economic distressed* y aquella en la que esta sea, en cambio, solo *financially distressed*, es decir "it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise" (por ello en una situación análoga a la insolvencia como es definida en el art. 5 de la *Legge Fallimentare*). Precisamente en este último caso, los dos autores afirman la necesidad de valorar la empresa sobre la base del *going concern value*, que normalmente implica el mantenimiento de valor incorporado en las participaciones de los antiguos socios.

24 GALLETI, D., *op. cit.*, 4 ss.; en sentido análogo v. también la doctrina francesa cit. *supra*: VERMEILLE, S. "La constitutionnalité du projet de loi 'Macron' et l'éviction des actionnaires: la révolution n'a pas eu lieu", *Revue-Banque.fr*, según la cual cuando la carga de deuda de la empresa es superior al valor de la empresa "la valeur réelle de l'action est déjà réduite à 'néant'". La autora sin embargo es particularmente crítica con la elección del legislador francés que admite el despojo de participaciones sociales sobre la base del simple presupuesto (del *redressement*) de la cesación de los pagos, cuando una empresa puede ser todavía "solvable" y por tanto sus participaciones están dotadas de valor para indemnizar. V. también PÜHL, H., *op. cit.*, 337 ss., sobre lo afirmado por el informe a la *ESUG (Reg-ESUG, bt-Drs, 17/5712, 32)*.

25 Además de la doctrina ya citada, que la insolvencia no constituye un parámetro en absoluto adecuado para consentir la presencia de valor incorporado en las participaciones de los socios antiguos emerge también de la reflexión de CRYSTAL, M.—MOKAL, R., "The valuation", cit., 4 ss., quienes afirman que "the troubled company might only be in *financial distress*. This is another way of saying that it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise... these assets are illiquid, and the company's capital structure is such that it faces liabilities it is unable to meet, at least as and when they become due" (se percibe cómo la reconstrucción de la insolvencia de los dos autores es idéntica a la definición de insolvencia del art. 5 de la *Legge Fallimentare*). Los dos autores concluyen sin embargo que "A business which is merely financially distressed (i.e. one whose assets are more valuable if kept together as a functioning unit than they would be if sold *off piecemeal*) is said to have a going concern surplus".

26 BRAUN, E.—HEINRICH, J., *NZI*, 2011, 507.

27 Para los autores alemanes que comparten esta tesis, véase PÜHL, H., 337, nt. 1646. En tal sentido v. también la motivación del *RegE-ESUG, Bt-Drs, 17/5712, 32*. Lo que se afirma en el texto es la consecuencia del hecho de que también en el ámbito de la reestructuración encuentra aplicación la regla originaria del ordenamiento estadounidense, y en particular del *Chapter 11*, pero ahora importada en los ordenamientos estatales europeos, o en el ordenamiento de la UE con la *dell' absolute priority rule*. Sobre la regla v. TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 64 ss. por cuanto concierne a la Directiva UE sobre insolvencia; CRYSTAL, M.—MOKAL, R., "The valuation", cit., 5 ss. para el ordenamiento de Reino Unido; VATTERMOLI, "Cobcordato con continuità aziendale, *absolute priority rule* e *new value exception*", *Riv. dir. comm.*, 2014, 331 ss. para el ordenamiento italiano.

28 Presente, como es sabido, en ASCARELLI, T., "Riflessioni in tema di titoli azionari, personalità giuridica e di società fra società", *BBTC*, 1952, I, 385 ss.; ANGELICI, C., "La circolazione della partecipazione azionaria", en Colombo-Portale (dirs.), *Trattato della società per azioni*, Utet, 1991, 102; Cass. 20 febbraio 2004, n. 3370, *DeJure*; per en sentido contrario FERRI, "Le società", in *Trattato Vassalli*, Utet, 1987, 490.

satisfacer a los acreedores (en la medida prevista en el plan de reestructuración) y acumular una plusvalía perteneciente también a los socios (que por tanto debe considerarse incorporada en sus participaciones)²⁹.

Tanto es así que según algunos autores se puede continuar atribuyendo un valor a la participación social incluso a una sociedad insolvente o siquiera en situación de *Überschuldung*: deben considerarse privadas de valor sólo en la perspectiva de la liquidación judicial (*Zerschlagungsprognose*), pero no en la perspectiva de la reestructuración (*Reorganisationsprognose*)³⁰.

La doctrina alemana, además de revelar la doble opción que acabamos de describir, subraya cómo una solución a la cuestión problemática no se encuentra explícitamente en la Ley, la cual en las disposiciones de los §§ 245, 251 e 253 *InsO* se limita a prescribir que los socios no pueden ser tratados en el *Insolvenzplan* peor a como lo serían en ausencia de este, sin especificar qué es exactamente este *Vergleichsszenario*.

El problema esencial es entonces individualizar cómo debe ser entendido este último. Sólo una vez determinado este y, consecuentemente, el parámetro en base al que valorar la sociedad, será posible aplicar los dos criterios mencionados anteriormente —verificando si el valor estimado es suficiente para satisfacer a los acreedores, con preferencia respecto a los socios— y establecer si las participaciones sociales incorporan todavía un valor residual.

Sin duda, la opinión dominante se orienta, al menos en Alemania, a privilegiar el *Liquidationswert*, pero sobre la base de indicaciones extraídas del dato positivo alemán que no parecen tener una relevancia sistemática particular y que, sin embargo, a pesar de que son aceptables si los consideramos en el contexto de ese ordenamiento, no son suficientes para justificar una transposición de la misma solución a otros lugares —en una perspectiva comparada—.

A favor de la utilización del criterio de valoración mencionado se alega, en particular, la motivación del informe que acompañó a la *ESUG*, que, refiriéndose al § 251 *InsO*, afirma cómo para la tutela de la minoría se debe garantizar que «los socios no deben ser privados del *Liquidationswert* de su participación y que aquellos no deben ser situados por el plan en un tratamiento peor al que tendrían en su ausencia»³¹. Y a esto se añade, además, la referencia al *Gesetzbeurteilung* de la *ReG-ESUG*, donde se lee que en el procedimiento de insolvencia la falta de valor de las participaciones sociales emerge como norma. Tal indicación se referiría evidentemente al contraste con el escenario *liquidatorio* para la valoración de las participaciones sociales en la sociedad en crisis.

V. LA SOLUCIÓN QUE PUEDE PREVERSE PARA EL ORDENAMIENTO ITALIANO

Así reconstruido el debate sobre la valoración de las participaciones de los antiguos socios desarrollado en la literatura alemana, es posible verificar si los criterios allí descritos pueden utilizarse para solucionar la misma cuestión problemática en el ordenamiento italiano, aplicando la enseñanza según la que entre las funciones del derecho comparado debe estar incluida también la de ser «instrumento para la interpretación y la reconstrucción del derecho interno, especialmente en relación a los institutos trasplantados de otros sistemas»³², como pueden ser considerados los dispuestos hoy en los arts. 163.5 y 185.6 de la *Legge Fallimentare* (así como de los homólogos artículos contenidos en el Código de la Crisis y de la Insolvencia que viene).

En este sentido, nos parece que la elaboración de la doctrina alemana puede ser aprovechada solo como «marco de reflexión», útil para orientar al intérprete a afrontar el problema en examen, pero no para proporcionar una solución preestablecida, por el hecho de que —como hemos mencionado—, a pesar de la amplia profundidad

29 La diferencia entre las opciones está bien expresada por CRYSTAL, M.—MOKAL, R., "The valuation", cit., *passim*.

30 BRÜNIG, 220 nt. 894; SCHMIDT "Gutachten zum 54", *DJT*, 1982, S. D 83; NEUMANN, 421; LÜER, UHLENBRUCK, § 217 Rn. 18: también en caso de insolvencia o de sobreendeudamiento no se dice que la participación esté privada de valor al menos cuando la empresa sea recuperable y deba por ello ser valorada en la perspectiva del *going concern*.

31 *RegE-ESUG*, BT-Drs. 17/5712, 34.

32 PORTALE, G.B., "Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero", en Di Cataldo-Meli-Pennisi (coord.), *Impresa e mercato: studi dedicati a Mario Libertini*, Giuffrè, 2015, I, 546; MONTALENTI, P. "L'influenza del diritto europeo sul diritto societario italiano", *paper* presentado en el VII Congreso de la Asociación Horizontes del Derecho Mercantil, 10 julio 2015, 6 ss. CARIELLO, V. "Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative. Per una *Methodenlehre* unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società", *Rivista di Diritto Societario*, 2012, 260 ss.

teórica, la respuesta a la que llega la doctrina dominante en Alemania está basada sobre todo en el voluntad del legislador histórico³³, es decir, sobre argumentos no utilizables para el ordenamiento italiano.

Sin embargo, con carácter preliminar es necesario —como por otra parte ya se hemos hecho en relación al ordenamiento alemán— individualizar los ámbitos en los que la valoración de la empresa en crisis y, si esta tiene forma societaria, de las participaciones en ella, está destinada a asumir relevancia.

Como ocurre en el ámbito de la disciplina de la *InsO* reformada por la *ESUG*, también en el ordenamiento italiano el problema de naturaleza propietaria en examen es incluir las participaciones sociales entre los bienes que pueden ser objeto del procedimiento de reestructuración de la sociedad, y, así, en última instancia, la nueva posición de los socios en los procedimientos concursales, en los que estos pueden sufrir adicionalmente la desposesión de las propias participaciones.

Más concretamente —y todavía en paralelismo perfecto con lo mencionado para Alemania—, la valoración de las participaciones sociales es relevante tanto en relación a la posibilidad para los socios de beneficiarse de los instrumentos de tutela acordados en el procedimiento de insolvencia —razón por la que la cuestión asume una importancia central para que a través de esas soluciones no se realice una subrepticia reintroducción de su poder de veto respecto a la implementación de una solución acordada para la crisis—; como para verificar la compatibilidad entre el nuevo fragmento de la disciplina concursal y la tutela de la propiedad —en este caso accionarial— prevista en el art. 42 de la Constitución italiana³⁴.

En el ordenamiento italiano, el problema de la tutela del interés participativo de los socios, o del interés a la conservación intacta de sus participaciones sociales frente a un plan que, en cambio, puede disponer de las mismas, debe resolverse valorando el principio según el cual el juez puede homologar el convenio preventivo, cuya conveniencia ha sido cuestionada, cuando se considera que el crédito puede ser satisfecho en medida no inferior a las alternativas concretamente viables [art. 180.4 de la *Legge Fallimentare*; y también art. 182 *septies.4.c*) de la *Legge Fallimentare* para la homologación de los acuerdos de reestructuración con intermediarios financieros]. Tal criterio de decisión está referido por la ley solo al tratamiento de los acreedores («crédito») probablemente porque hasta las más recientes reformas los socios estaban del todo olvidados por la normativa concursal. Pero en el momento en el que su participación social deviene disponible en el ámbito de la reestructuración, aquel criterio podría ser aplicado extensivamente a estos³⁵.

Así como en Alemana se extiende al socio la legitimación para proponer oposición a la aprobación del *Insolvenzplan* y a impugnar el procedimiento judicial que disponga en tal sentido (§§ 251 e 253 *InsO*)³⁶, en el ordenamiento italiano se debería otorgar al mismo sujeto una forma de tutela análoga. Solución que puede ser fácilmente fundada, incluso en ausencia de una específica prescripción expresa en este sentido, en el art. 180.2 de la *Legge Fallimentare*, donde se legitima a proponer oposición a la homologación a «cualquier interesado»: en esta categoría residual están hoy en día ciertamente incluidos también los socios³⁷, en cuanto estos pueden

33 GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 120 ss. y 158 ss., donde se indican como argumentos a favor de la adopción del primer criterio el contraste con el § 225, *Abs. 5, S. 1, InsO* (que se refiere al valor de liquidación) y la voluntad del legislador; KLEINDIEK, D., *op. cit.*, 558; y por último PÜHL, H., *op. cit.*, 322 ss.

34 Se omite ahora el examen de la compatibilidad de la nueva disciplina de la posición de los socios en el convenio preventivo con las normas constitucionales y con las normas europeas de tutela de la propiedad, con reenvío para ello a BENEDETTI, L., *op. cit.*, §§ 24 e 25.

35 Puede encontrarse confirmación, por lo demás, en la disciplina del *bail-in* bancario, cuya disciplina comprende el principio según el cual ningún acreedor o *accionista* debe soportar pérdidas superiores a las que hubiera sufrido si el ente hubiera sido liquidado con el procedimiento ordinario de insolvencia (art. 87, d.lgs 180/2015) [para la transponibilidad del principio previsto para el *bail-in* en el convenio preventivo italiano en relación a los socios v. PRESTI, G., Il "*bail-in*", *Banca, impresa, società*, 2015, 345 nt. 15 y 348 nt. 22, donde se propone una asimilación del procedimiento para la resolución de las crisis bancarias a un convenio preventivo que requiera la continuidad empresarial (346 ss.)]

36 Véase también el art. L661-1, n. 6 *bis, c.comm. francés*.

37 Antes de las novedades introducidas sobre la capacidad del convenio homologado de incidir en la participación de los socios era dudoso si estos estaban legitimados para la oposición: para orientaciones de contraste v., en sentido contrario, Trib. Bolonia, 17 noviembre 2011, *ilcaso.it*; en sentido favorable, Trib. Roma, 7 julio 1999, *Fallimento*, 1999, 12. Probablemente, también sobre la base a los pronunciamientos de la *Corte di Cassazione* (6 noviembre 2013, 24970; 26 julio 2013, 13284, ambas en *dejure.it*), antes del d.l. 83/2015 la legitimación de los socios debería haber sido excluida,

sufrir los efectos determinados por el convenio homologado de conformidad con la combinación de las disposiciones de los arts. 163.5 y 185.6 de la *Legge Fallimentare*³⁸.

Por lo demás, una indicación decisiva para extender la aplicación del art. 180.4 de la *Legge Fallimentare* también a los socios cuyas participaciones vayan a ser afectadas por el plan de reestructuración proveniente de la Propuesta de Directiva de la UE sobre la insolvencia y por el debate que se ha desarrollado sobre las previsiones allí contenidas.

En la Propuesta de Directiva se reconoce pacíficamente que el *best interest test* se aplica, con la finalidad de la homologación del plan de reestructuración, tanto a los acreedores como a los socios de la sociedad en crisis (v. considerando 30, cit.)³⁹.

Tal principio es recibido también en el ordenamiento italiano por el art. 180.4 de la *Legge Fallimentare*, si bien con algunas diferencias aplicativas respecto al ordenamiento modelo de Estados Unidos⁴⁰: se trata de un *fairness test* al que subyace la idea de que no tiene ningún sentido rechazar un plan que prevea el pago a sujetos disidentes implicados en un montante al menos igual al que tendrían derecho sin el plan, o bien en el procedimiento de liquidación judicial.

Parece claro que tal *ratio* puede ser trasladada a los socios, incluso en un ordenamiento como el italiano, en el que —a diferencia de lo previsto en otros ordenamientos— una regla de comparación de este tipo no se extiende expresamente a aquellos, sino que se limita solo a los acreedores, sobre todo si se considera el objetivo fundamental perseguido respecto a los socios de la reforma del d.l. 83 del 2015 de permitir la adopción de reestructuraciones que incidan en las participaciones de los socios sin su consentimiento, en la perspectiva última de favorecer la implementación de instrumentos de solución de la crisis diferentes a la liquidación y presuntamente más ventajosos para los acreedores⁴¹.

Naturalmente, siempre que haya socios que propongan la oposición a la homologación, el tribunal deberá realizar un juicio diferente de aquel que se lleva a cabo en el caso en que el remedio haya sido explotado por los acreedores. En este último caso el juez, además de verificar la regularidad del procedimiento, puede controlar el mérito de la propuesta en la hipótesis prevista por el art. 180.4 de la *Legge Fallimentare*, que sin embargo se deja para la oposición no de los socios, sino de los acreedores, y se refiere, por ello, a una valoración comparativa entre la satisfacción de sus pretensiones en el convenio respecto a aquella alcanzable en las alternativas que en concreto sean viables. Una valoración de este tipo no interesa a los socios, por lo que es necesario repensar la función del tribunal en sede del juicio de oposición propuesto por ellos: el juez debería verificar si en la participación subyace todavía un valor en el momento de la apertura del convenio y si dicho procedimiento pone a los socios en posición peor que aquella que tendrían en las soluciones alternativas de la crisis que sean viables

considerando a los socios como extraños respecto a los efectos del procedimiento concursal. Admitiendo en cambio — como hoy es necesario a resultas de las novedades del d.l. 83/2015- que el convenio incide también sobre la posición de los socios, es inevitable considerarles como "cualquier interesado" legitimado activo para oponerse a la homologación (y v. en tal sentido claramente FERRI *jr*, G., "*Soci*", cit., 104). A favor de la solución propuesta en el texto D'ATTORRE, G., *op. cit.*, 1164; FABIANI, M., "Riflessioni sistematiche sulle addizioni legislative in tema di crisi d'impresa", *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 21 nt. 29; *contra* BOZZA, G., *op. cit.*, 7 nt. 11.

38 Sustancialmente reproducido en los nuevos arts. 90.6 y 118.6 del Código de la crisis y de la insolvencia.

39 V. también el § 1129 (a) (7) b.c. *USA* y todavía antes v. s. 5103A del b.c. del 1874, y HICKS, J., "Foxes Guarding the Henhouse: The Modern Best Interests of Creditors Test in Chapter 11 Reorganizations", 5 *Nev. L. J.* 820, 2005, 822 et seq.; TABB, C.J., "The History of Bankruptcy Laws in the United States", *Bankr. Inst. L. Rev.* 10, 1995, 21. En el mismo sentido, muy claro se muestra el informe del *European Corporate Institute*, 322 ss. En Alemania, v. el § 245 *InsO*.

40 Sobre la incorporación en el art. 180.4 de la *Legge Fallimentare* vigente del *best interest test* modelado bajo el principio de la reorganización estadounidense, v. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, Giuffrè, 2012, 20 ss., con una clara indicación, sin embargo, también de las diferencias entre los dos ordenamientos.

41 V. *report* del Parlamento UE sobre la Propuesta de Directiva de Insolvencia.

en el caso, o bien si el convenio consiente a aquellos conservar el eventual valor positivo de la empresa en medida no inferior respecto las alternativas viables⁴²⁻⁴³.

Parece, por otra parte, estar disponible para la tutela de los socios los medios de impugnación del decreto de homologación (con denuncia en apelación y recurso en *Cassazione*⁴⁴) que, además de ser coherente con el actual sistema concursal y con aquel por venir [siendo ya utilizables por los acreedores y subsumible en la genérica previsión en materia contenida en la *Legge delega* 155/2017: con la garantía de los instrumentos adecuados de información y de tutela, en sede concursal, de los socios, art. 6.2.b)], reproducen en el ordenamiento italiano formas de protección acordadas para los socios ya sea en Francia ya en Alemania (v. *supra*).

Si se comparte todo lo que se acaba de mencionar, resulta claro que también en el ordenamiento italiano existe, en relación a la tutela de los socios, una regla de comparación similar a la prevista por la *InsO* (§§ 245, 251, 253), que presenta, como en Alemania, el problema —de cuya solución depende la valoración de las participaciones sociales— de cuál debe ser el escenario alternativo al del plan impugnado a tener en cuenta en cuanto al tratamiento de los socios.

En este sentido, en la literatura italiana se afirma de modo casi unánime como, en la valoración de las «alternativas concretamente viables» mencionadas por el art. 180.4 de la *Legge Fallimentare*, el tribunal debe confrontar la solución convenida con la liquidatoria⁴⁵; por lo tanto se llega a una conclusión exactamente idéntica a la adoptada por la doctrina alemana mayoritaria.

Teóricamente, y sobre todo después del d.l. 83/2015, que admite la concurrencia de propuestas, la valoración comparativa podría tener en cuenta también esta última, además de la quiebra, es decir una solución de la crisis diversa tanto de la liquidatoria, como de la solución acordada en disputa, en el ámbito de la cual se podría prever la existencia de un valor de las participaciones superior al de liquidación del que los socios no podrían ser expropiados. Sin embargo, una interpretación similar del art. 180.4 de la *Legge Fallimentare* debe descartarse

42 SACCHI, R., "Le operazioni straordinarie nel concordato preventivo", en Arato- Domenichini (coord.), *Le proposte di legge per una riforma della legge fallimentare*, Giuffrè, 2017, 43, quien, dado el diverso tipo de juicio al que el tribunal es requerido en caso de oposición propuesta por los socios respecto a la propuesta por los acreedores, auspicia la introducción *de iure condendo* de una disciplina específica para la oposición de los socios; y ya FERRI jr, G., "La struttura", cit., 488, antes de la reforma de 2015, el cual distingue claramente el alcance del poder de oponerse a la homologación de los socios respecto a aquel de los acreedores disidentes, y revela que los socios "deben... considerarse legitimados a investir al tribunal del poder de valorar también el mérito de la propuesta, limitadamente a la subsistencia de un valor neto positivo que, en caso de liquidación, sería por ellos esperado"; también parece así D'ATTORRE, G., *op. cit.*, 1171; VITALI, M., "Profili di diritto societario delle 'proposte concorrenti' nella 'nuova disciplina del concordato preventivo'", *Riv. soc.*, 2016, 870 ss. La posibilidad de recurrir solo a los instrumentos de tutela propios de la disciplina concursal y de los acreedores ha sido también el objetivo perseguido por la *ESUG*.

43 VITALI, M., *op. cit.*, 870 ss., sugiere, como ulterior instrumento posible de tutela de los socios, la extensión del juicio de admisibilidad por parte del tribunal *ex arts.* 162-163 de la *Legge Fallimentare*. No parece que la tesis difiera mucho de aquella que propugna la tutela de los socios en sede de homologación, al menos si se acoge la opinión de las *Sezioni Unite de la Cassazione*, según las cuales el escrutinio reservado a juez en ambas fases es análogo (*Cass., Sezioni Unite*, 23 gennaio 2013, n. 1521, *ilcaso.it*).

44 Sobre esto ARATO, M., "Il concordato preventivo", en Cagnasso- Panzani (dir.), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Utet, 2016, 3712 ss.

45 La interpretación acogida en Alemania y en Francia sobre el presupuesto para la activación de la tutela de los socios es trasladable también al ordenamiento italiano, porque idéntico es el problema que se afronta y análogas son las disciplinas relativas al procedimiento de convenio en los diversos sistemas jurídicos. Para la interpretación acogida en nuestro texto sobre las "alternativas concretamente viables", v. AMBROSINI, S., "Il concordato preventivo", en Vassalli-Luiso-Gabrie-lli (dir.), *Le altre procedure concorsuali, Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*, Giappichelli, 2014, 246 ss.; PIRISI, G.G., "L'omologazione del concordato", en Cagnasso- Panzani (dir.), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Utet, 2016, 3707; RIVOLTA, G.M.—PAJARDI, P., "Art. 180 l.fall.", en Bocchiola-Paluchowski (coord.), *Codice del fallimento*, Giuffrè, 2013, 2011; ZANICHELLI, V., *I concordati giudiziali*, Utet, 2010, I, 477 ss.; CENSONI, P.F., "Autonomia negoziale e controllo giudiziale nel concordato preventivo", en di Marzio-Macario (coord.), *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Giuffrè, 2010, 519; MAUGERI, M. *op. cit.*, 400. A favor del criterio sugerido en el texto, v. ahora, en la jurisprudencia, Trib. Florencia, 2 noviembre 2016, *Fallimento*, 2017, 313 ss., con nota adicional de D'ATTORRE, G., "Le utilità conseguite con l'esecuzione del concordato in continuità spettano solo ai creditori o anche al debitore?", *Fallimento*, 2017, 324 ss. (con ulteriores profundizaciones), el cual afirma que la propuesta de convenio debe asegurar "la 'mejor' satisfacción a los acreedores respecto a la liquidación, no la máxima satisfacción abstractamente posible", y donde el reclamo de la previsión de la propuesta de la Directiva UE sobre la insolvencia que, en el art. 10, vincula la aprobación del plan de reestructuración al "*best interest of creditors test*", es decir, a la atribución de una satisfacción no inferior a la alcanzable en sede de liquidación.

sobre todo porque este habla de alternativas *concretamente* viables, y estas no serían los planes acordados que no hayan sido formulados o no hayan sido aprobados por los acreedores.

Por otra parte, se ha apuntado correctamente que «la libertad del deudor de determinar el contenido de la propuesta no permite valorar el mérito de la elección realizada por el deudor y no permite afirmar la inadmisibilidad de una solución acordada que, a pesar de ser respetuosa con los vínculos imperativos, no atribuya a los acreedores la máxima satisfacción abstractamente posible; la propuesta debe asegurar la «mejor» satisfacción a los acreedores respecto a la liquidación, no la máxima satisfacción abstractamente concebida»⁴⁶. En suma: si el tribunal pudiera considerar las soluciones de las crisis alternativas a la propuesta del deudor y aprobada por los acreedores, aunque impugnada por los socios, se insertaría en el mérito de la solución negocial de la crisis, y constituye un ámbito al que el control del tribunal debe permanecer extraño.

Por ello, la única alternativa que queda para la regularización de la crisis, descartado el procedimiento de convenio que por hipótesis los socios impugnaron en sede de oposición a la homologación, es la quiebra, porque las eventuales propuestas alternativas a aquella de cuya homologación se trata o no han sido presentadas o han sido rechazadas⁴⁷.

Las dudas que pueden surgir —aunque sin razón en opinión de quien escribe— respecto a la interpretación del vigente art. 180.4 de la *Legge Fallimentare* parecen ser, por otra parte, destinadas a ser del todo disipadas por la reformulación del artículo por obra del art. 117.2 del Código de la Crisis y de la Insolvencia, donde se prevé en modo inequívoco que el escenario alternativo que el tribunal debe tener en cuenta en caso de oposición a la homologación es aquel de la liquidación judicial⁴⁸.

La solución aquí acogida —y presente también en el futuro Código de la Crisis y de la Insolvencia— parece coherente también con las indicaciones que pueden extraerse de la Propuesta de Directiva de Insolvencia de la UE.

Al respecto baste recordar —como ya hemos anticipado— que el mecanismo de la homologación previsto por el vigente art. 180.4 de la *Legge Fallimentare* reproduce sustancialmente el modelo del *best interest test*⁴⁹; y que la Propuesta de Directiva prevé expresamente que la aprobación por parte de la autoridad judicial o administrativa del «plan de reestructuración» que vincule también a la minoría disidente y subordinada —entre otros— a la verificación del respeto del «*best interest of creditors test*», que impone comprobar que ningún acreedor disidente reciba del plan una satisfacción inferior a la que habría tenido *en el caso de liquidación* (ya sea singu-

46 D'ATTORRE, G., "Le utilità", cit., 324 ss., con referencia a los acreedores, pero con consideración trasladable también a los socios si se mantiene, como se hace en el texto, la extensión a estos la cláusula de salvaguardia prevista por el art. 180.4.

47 ZANICHELLI, V., *op. loc. cit.* e MAUGERI, M., *op. cit.*, 400.

48 Además, también la disciplina del *bail-in* —como ha sido recibida en el ordenamiento italiano— considera el procedimiento de insolvencia ordinario como un momento para comparar el trato otorgado a los accionistas. Lo que constituye un argumento a favor de la elección del criterio del valor de liquidación en el ordenamiento italiano, a diferencia de Alemania, donde en cambio las dudas sobre la posibilidad de utilizar el *Fortsführungswert* son alimentadas por el hecho de que el § 9, Abs. 2, S. 2, *KredReorgG* atribuye a los socios una indemnización que, según el informe de acompañamiento, debe ser calculada "si la empresa es viable, en la perspectiva de la continuación de la misma [es decir al valor de *going concern*], a pesar de la existencia del *Überschuldung*" (*ReG-E KredReorg*, BT-Drs. 17/3024, 51). La utilización del criterio mencionado en el texto parece idónea para superar una posible complicación derivada de la siempre más inesperada tentación, por parte del legislador, de anticipar la aparición de la crisis, lo que hace más probable la conservación, al momento de la apertura del procedimiento, de un valor residual de las participaciones sociales: BENAZZO, P., "Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale", *Riv. soc.*, 2016, 241 ss., quien mantiene que la exasperada persecución de la anticipación de la crisis determina también como consecuencia que la "*traslación expropiatoria* de intereses y de derechos a favor [de los]... acreedores sociales podría tener lugar también antes de una efectiva y objetiva manifestación de incapacidad y de fracaso de la propiedad que ha fundado y mantenido la empresa". Diverso de lo propuesto en el texto parece —si se entiende bien— el criterio de valoración de las participaciones en la sociedad en crisis propuesto por FABIANI, M. "Parere *pro veritate*", 15 mayo 2017 (inédito, consultado por cortesía del autor), el cual, afirmando que en caso de convenio de continuidad "el llamado *surplus*... permanece en el patrimonio del deudor... por tal razón no parece poder compartirse que el valor de la cuota o de la acción sea necesariamente, desde el punto de vista económico, un valor evanescente", parece inclinarse hacia lo que los autores alemanes señalan como *Fortführungswert*.

49 Se afirma claramente en el informe del European Law Institute, *op. cit.*, 323; implícitamente también anche D'ATTORRE, G., "Le utilità", cit., 324.

larizada, sea a través de la venta unitaria de la empresa) (art. 10). También en este caso, por ello, el término de comparación viene representado por la liquidación⁵⁰.

Pero el argumento que parece definitivo al respecto es el de caracterización sistemática que se desprende implícitamente de la discusión que tiene lugar entre los autores alemanes.

La valoración de las participaciones de los antiguos socios condiciona de modo determinante, como se ha señalado precedentemente, la posibilidad de llevar a cabo con éxito los instrumentos de tutela que se les otorgan en el procedimiento de solución de la crisis y, en consecuencia, la cuestión asume una importancia central para que a través de esos remedios no se realice una subrepticia reintroducción de su poder de veto respecto a la actuación de la solución convenida. Esto es, allí donde los socios puedan demostrar que su participación incorpora todavía un valor a pesar de la crisis, porque esta debe ser valorada teniendo en cuenta los resultados de la reestructuración planificada y porque el incremento de valor que deriva de ello se debe a aquellos parcialmente —por la parte que excede la satisfacción de los acreedores—, podrían activar con éxito el instrumento de tutela de la oposición a la homologación de la solución convenida, impidiendo su efectividad en detrimento del interés de los acreedores.

Sin embargo, un resultado de este tipo es del todo contrario al objetivo que inspira la intervención de reformador de la *Legge Fallimentare*, por lo que atiene a la posición de los socios en el convenio: cancelar (sobre el modelo de las legislaciones continentales extranjeras y de Estados Unidos) el poder de veto de los socios (derivado de las prerrogativas del Derecho de sociedades sustancial) respecto a la implementación de soluciones reorganizativas aprobadas por los acreedores. Si se atribuyera a los socios un instrumento de tutela real, se reintroduciría subrepticamente aquel poder de veto que, a través de la intervención coactiva del administrador judicial, se ha querido eliminar. De modo que sería mejor mantener inalterado el poder exclusivo de los socios para aprobar el aumento de capital según las modalidades prescritas por el derecho sustancial, que se entendía inderogable ampliamente antes de la reforma del 2015⁵¹.

Potencialmente, por tanto, la utilización de los instrumentos de tutela ofrecidos por el ordenamiento alemán o italiano podría generar un nuevo *Blockadepotenzial* de los socios, que sin embargo se evita —como hemos mencionado— condicionándolo el empleo exitoso al presupuesto excepcional de la atribución al socio, en base a la previsión del plan, de una *Schlechterstellung* respecto a la que disfrutaría en ausencia de dicho plan⁵².

El presupuesto que acabamos de mencionar, sin embargo, normalmente no subsiste si se valora como escenario alternativo al convenio el de la liquidación judicial, impidiendo así al socio la utilización del instrumento de tutela descrito (manteniendo siempre a salvo las dos suposiciones iniciales por las que las participaciones mantienen un valor solo si queda algo después de haber satisfecho a los acreedores, para lo que estos últimos deben ser satisfechos por norma antes de poder otorgar algo a los socios).

Sobre la base de tales premisas se puede entonces concluir que los arts. 163.5 y 185.6 de la *Legge Fallimentare* disciplinan un supuesto en el cual es razonable presumir la ausencia de cualquier valor correspondiente a los socios, porque el estado de crisis —presupuesto para el acceso al convenio en cuya disciplina se sitúan aquellas

50 También así D'ATTORRE, G., *op. ult. cit.*, 324.

51 El argumento que se utiliza en el texto en relación al ordenamiento italiano encuentra un punto de apoyo en las menciones de una monografía reciente dedicada a la recuperación de la empresa (DERKSEN, N., *op. cit.*, 86). Allí se afirma que la necesidad de privilegiar el *Liquidationswert* como criterio de valoración se desprende también del examen de la función del instituto de la dell' *Obstruktionverbot* ex § 245 *InsO* y de su extensión también a los socios como consecuencia de la *ESUG*. De hecho, si se reconociera a los antiguos socios excluidos una indemnización, valorando sus participaciones al *Fortsführungswert*, ello correspondería a un valor económico en el sentido del § 245 *Abs. 2 n. 2, InsO*. Debido a que, por lo tanto, los antiguos socios recibirían un valor económico, a pesar de que no se haya satisfecho íntegramente a los acreedores, no subsistiría la "*angemessner Beteiligung*" en el sentido del § 245, *Abs. 1, nr. 2*, por lo que la *Obstruktionsverbot* no podría encontrar aplicación. Ello daría lugar a una limitación de la utilización del instituto que obstaculizaría el fin perseguido por la *ESUG* de superar el poder de veto de los socios respecto a reestructuraciones convenientes para los acreedores. El mismo argumento se aplica al ordenamiento italiano.

52 MÜLLER, H.—F., *op. cit.*, 436. Señala que el criterio de comparación para la aplicación del presupuesto es el *Liquidationszenario*, GRÄFIN VON SPEE, C., *op. cit.*, 141; *RegE-ESUG*, BT-Drs., 17/5712, 34; *RegE ESUG*, Br-Drs 127/11 e PÜHL, H., *op. cit.*, 333 ss.

normas— legitima la satisfacción no íntegra de los acreedores⁵³. Y sin embargo en el escenario alternativo de la liquidación judicial —el contraste con el cual se impone por el art. 180.4 en sede de oposición— los acreedores deben ser pagados íntegramente antes de poder acordar una compensación económica a los socios. Si los acreedores aceptan un plan que prevé la satisfacción parcial, esto implica que los bienes del deudor no se entienden suficientes para satisfacer íntegramente sus pretensiones. Por lo que cuando las deudas excedan el valor de los activos liquidables, el valor de las acciones es igual a cero.

En otros términos: desde el punto de vista sistemático, la preferencia para la valoración de las acciones al valor de liquidación parece la única solución coherente con la *ratio* de la reforma concursal realizada en 2015 en lo referido a la posición de los socios en el procedimiento concursal y, consecuentemente, la preferida en base al canon interpretativo del legislador racional, para el que para interpretar una norma debe evitarse contrastes axiológicos dentro del ordenamiento.

VI. POSIBLES OBJECIONES A LA VALORACIÓN BASADA EN EL VALOR DE LIQUIDACIÓN

No se puede negar que, a pesar de lo acabamos de mencionar sobre los argumentos que parecen proponer la utilización del *Liquidationswert* como criterio de valoración de las participaciones de los antiguos socios de la sociedad en crisis, son numerosos los autores que sostienen lo contrario, es decir, la valoración de las participaciones sociales incorporando el valor que estas adquirirían como consecuencia del saneamiento de la sociedad⁵⁴.

Para doctrina autorizada, tal parámetro encuentra aplicación en la implementación del *scheme of arrangement* de Reino Unido⁵⁵, para quienes cuando una sociedad está sólo «financial [not economic] distressed» —es decir, «it is cash-flow insolvent, which means simply that it is unable to pay its debts as they arise»—, esta es al mismo tiempo también «economic viable», y como tal es valorada conforme al criterio del *going concern*⁵⁶.

El problema respecto al que se impone la valoración de la empresa en el ordenamiento británico es la posibilidad «to disregard» los votos de las clases de acreedores o de socios que «have no real economic interest in the company»⁵⁷.

Al respecto, parte de la doctrina inglesa ha asumido una posición contraria a la asumida por la jurisprudencia en el reciente caso *In re MyTravel Group Plc*. El tribunal afirmó que «If the rights of the relevant claimants can only realistically be enforced in a winding up, then the value of those rights must be determined as in a notional winding up»⁵⁸.

53 V. FABIANI, M., "L'ipertrofica", cit., 9; VITIELLO, M., *op. loc. cit.*; D'ATTORRE, G., "Le proposte", cit., 1164; LAMANNA, F., "La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto 'contendibilità e soluzioni finanziarie' n. 83/2015: un primo commento. Parte II", *ilfallimentarista.it*, 11 diciembre 2015. Tan es así que en ausencia del estado de crisis el recurso al convenio se entiende abusivo por los sacrificios impuestos a los derechos de los acreedores no justificados más allá de la existencia de esa situación (S. ROSSI; ROCCO DI TORREPADULA).

54 Para la doctrina alemana, v. *supra*. También v. TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 70, para una reflexión original respecto a la desarrollada por la restante doctrina; European Law Institute, cit., 309 ss.; CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 1 ss. y los casos allí citados.

55 No es un procedimiento concursal, sino un mecanismo disciplinado en la *part 26, section 895-901*, C.A. 2006, que consiste en un acuerdo alcanzado para reestructurar la empresa entre la sociedad y una o más clases de sus *stockholders*, que necesita ser aprobado por el tribunal.

56 CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 2 ss.; para lo referido al ordenamiento de Reino Unido, también el *report* del European Law Institute, cit., 304 ss.

57 Sobre la regla, v. CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 13 ss. y la jurisprudencia citada; *report* del European Law Institute, cit., 310 ss. E v. TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 69, que advierte que el mismo *test* se impone para aplicar el *cross-class-cram-down* en el sentido del art. 11.1.b) de la Propuesta de Directiva de la UE ("haya sido aprobado por al menos una clase de acreedores interesados diferente de una clase de poseedores de instrumentos de capital u otra clase que, en base a una valoración de la empresa, no recibirían ningún pago u otra compensación si fuese aplicado el grado normal de prioridad en la liquidación").

58 Se trata de un supuesto propuesto como *case study* por CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, el pronunciamiento de primera instancia que ha sido sustancialmente confirmada, por lo que ahora interesa, también por el Tribunal de Apelación. Además de lo mencionado en el texto, la sentencia añade que "In order to determine whether a class of claimants has a real economic interest in the company, it must be ascertained what would happen in the absence of sanction being given to the proposed scheme": en la práctica, el juez consider la necesidad de valorar la empresa en base al *liquidation value*, esto es, al valor que se alcance en el escenario alternativo al de la reestructuración negocial.

La opinión del tribunal ha sido criticada por la doctrina mencionada, afirmando que para aplicar la regla llamada a excluir el voto de una clase debe establecerse si en un determinado momento esta no tiene un interés económico en la sociedad; lo que depende del valor actual de esta última. En el caso en el que se esté implementando un *scheme of arrangement* —se añade— «the value to be determined is the existing going concern value of the company's business, which, after all, is the value the proposed scheme is intended to both preserve and apportion». En la práctica —se afirma— resultaría incomprensible la razón por la que el valor de la sociedad debería ser determinado —considerando el escenario liquidatorio— despreciando la razón de ser del instrumento utilizado, o bien la reestructuración de la sociedad que genera un *surplus* de valor respecto a la propia liquidación debida al *going concern*⁵⁹.

Las anteriores consideraciones doctrinales, dirigidas a demostrar la necesidad de valorar las participaciones sociales con el valor de reestructuración, no parecen sin embargo convincentes.

En todos los sistemas que permiten imponer una reestructuración a los socios que incida sobre sus participaciones se intenta verificar —al momento del voto (*scheme of arrangement* o *CVA* en Reino Unido: *company voluntary arrangement*; *Insolvenzplan* en Alemania) o en la fase posterior a la aprobación judicial requerida por la Ley (Alemania, Italia)— si aquellos tenían un interés económico en la actividad empresarial de la sociedad (lo que depende del valor de la sociedad y, por ello, en última instancia, del criterio con el que sea determinado⁶⁰), con el fin que los efectos de la reestructuración sean vinculantes para ellos prescindiendo de su consenso.

Lógicamente, la cuestión surge únicamente si los socios disputan —en el momento del voto o de la homologación— el instrumento de saneamiento que se intenta establecer y que, en hipótesis, haya obtenido el consenso de los acreedores en las formas previstas por la Ley.

Si, por ello, fuera necesario valorar las participaciones de los socios que se opongan a la reestructuración que concretamente se ha llevado a cabo y cuya implementación determina el valor de reorganización⁶¹ de la empresa, se comprende perfectamente —a diferencia de lo sostenido por la doctrina de Reino Unido examinada— la razón por la que se debe determinar aquel valor haciendo referencia al escenario de la liquidación: como es advertido por la doctrina alemana mayoritaria, el *Fortsführungswert* de las participaciones sociales es solo un valor potencial que deriva de la ejecución del plan y de las medidas de reestructuración en este contempladas⁶². No es casualidad que el Tribunal Supremo de Estados Unidos ha señalado que el «commercial value of property consists in the expectation of income from it»⁶³. Lo que significa que es correcto valorar la sociedad con el valor del *going concern* solo si puede pronosticarse que tal valor puede ser alcanzado mediante la implementación de un plan de saneamiento capaz de generarlo. Si asumimos que esto último no puede ser realizado por la oposición de una clase de interesados —en nuestro caso los socios—, la única alternativa a considerar es (no ya una reestructuración alternativa, por los motivos evidenciados arriba⁶⁴, sino) exclusivamente la liquidación y el valor que la empresa tenga en su contexto.

Es verdad —como afirma la doctrina británica— que «the scheme of arrangement is intended to avoid, namely, a liquidation of the business and resulting dissipation of the going concern surplus». Pero para valorar

59 CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 14 ss., donde se añade que "Assuming that the alternative to the proposed reorganisation would be a liquidation, it is difficult to see the rationale of determining the rights of any of the parties by assuming the very outcome that the scheme of arrangement is intended to avoid, namely, a liquidation of the business and resulting dissipation of the going concern surplus". El criterio del *going concern value* es ampliamente representado también en la jurisprudencia de Estados Unidos, donde se afirma que "commercial value of property consists in the expectation of income from it" (v. la jurisprudencia cit. por CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 14 ntt. 55-56; y el *report* del European Law Institute, cit., 310).

60 CRYSTAL-MOKAL, *op. cit.*, 15.

61 V. TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 68 e 75, que claramente define el "reorganisation value" como "the value that is realised through the plan".

62 PÜHL, H., *op. cit.*, y la doctrina cit. en la nt. 1678.

63 Al respecto insisten CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 14 y 20.

64 CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 17 ss. critican que el criterio para valorar el valor de los sujetos que se opongan a la reestructuración sea el valor de liquidación. Afirman que todas las partes implicadas en la crisis de la empresa son conscientes de que la reestructuración de una empresa viable genera un plus valor que puede beneficiar a todos y que por ello el desacuerdo no se refiere a la reestructuración, sino la distribución de valor que este genera entre las diversas clases de interesados. Pero a la hora de concluir que sí deberían considerarse entonces reestructuraciones con previsiones diversas sobre tal distribución, dicha doctrina no tiene en cuenta lo que se comparte la doctrina italiana sobre el hecho de que el escenario de la liquidación es la única alternativa concretamente viable.

el valor de los derechos de una clase de sujetos que se *opone a su realización* debe hacerse referencia al escenario que inevitablemente está destinado a abrirse en ausencia del plan de saneamiento, es decir en caso de no alcanzar el objetivo al que este se dirige.

El valor actual de una sociedad no es —como afirma la doctrina británica aquí criticada— el valor de saneamiento solo porque esta sea previsiblemente viable. Tal valor —se repite— deriva de la implementación de las previsiones del saneamiento, en ausencia del cual el valor de la sociedad no es otro que el derivado de su liquidación «en bloque» o de sus componentes individuales. El problema que se deja fuera de la tesis aquí criticada es que el valor de *going concern* se genera potencialmente y en el futuro respecto a la aparición de la crisis, con implementación de medidas en las que se sustancia el plan de saneamiento⁶⁵. El tribunal, cuando deba implementar un *cram down*, no puede dejar de considerar la hipótesis en la que la reestructuración no tenga lugar —en virtud de la oposición de la clase de interesados que debe ser *crammed down*— y no se genera el relativo plusvalor respecto a la liquidación.

VII. CONSIDERACIÓN DE LAS MEDIDAS DE SANEAMIENTO EN LA VALORACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES EN LA SOCIEDAD EN CRISIS

Una ulterior argumentación extraída de las reflexiones desarrolladas al respecto por la doctrina alemana parece importante para la atribución de valor tendencialmente igual a cero a las participaciones de los antiguos socios en caso de crisis de la entidad.

Esta última se pregunta sobre la necesidad de tener en cuenta, en la eventual valoración de las participaciones sociales en base al *Fortführungswert*, de las medidas funcionales al saneamiento previstas en el *Insolvenzplan*⁶⁶.

En tal sentido, además de algunos autores alemanes, se expresa también la doctrina británica, que llega a la conclusión de que al valorar la sociedad en crisis se debe tener en cuenta el plusvalor (respecto a la liquidación) que es generado por las medidas en las que se sustancia la reestructuración (la primera entre todas, la satisfacción no íntegra de los acreedores preexistentes)⁶⁷.

La doctrina alemana mayoritaria⁶⁸ sostiene, al contrario, que en la valoración en cuestión dichas medidas no deben ser tomadas en consideración, aduciendo que el *Zeitpunkt* decisivo para tal propósito sería la apertura del procedimiento no por ello, futuro y eventual, en el que la sociedad reorganizada podría volver a ser rentable⁶⁹⁻⁷⁰. En otros términos: el valor de reorganización deriva de su efectiva implementación bajo la forma de futuros incrementos generados de la continuidad de la actividad empresarial; en el momento en el que se genere los socios habrán perdido su posición, que, por ello, debe ser estimada sin poder tener en cuenta el saneamiento mismo.

El problema es de central importancia por cuanto se ha dicho precedentemente sobre el hecho de que las participaciones mantienen su valor, siempre que la sociedad sea capaz de pagar íntegramente sus propias deudas. Está claro que este presupuesto puede entenderse subsistente si en la valoración de las participaciones fuera necesario considerar también los *Sanierungmassnahmen* y, entre estos, también la satisfacción no íntegra de las pretensiones de los acreedores prevista en el plan⁷¹: en ese caso, el contraste entre los activos liquidables y el montante de las deudas debería hacerse teniendo en cuenta estas últimas no en su importe nominal y originario,

65 Las más comunes de estas se relacionan en CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 4 ss.

66 En otros términos: se trata de verificar si en la valoración de las participaciones de la sociedad en crisis se debe tener en cuenta el incremento de valor que deriva de la reorganización consecuencia de las medidas de las que esta se compone, incremento que debería poder beneficiar también a los socios.

67 CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *passim*.

68 Para amplias citas, v. PÜHL, H. *op. cit.*, 344 nt. 1676.

69 V. los autores citados por PÜHL, H., *op. cit.*, 326 nt. 1588 y 344 nt. 1678, que afirman que ser potencialmente dotada de valor no equivale a incorporar un valor en un momento dado.

70 Conclusión que se deduce también de lo leído en la discusión de la comisión para la insolvencia: "los incrementos de valor condicionados a la reorganización no deben ser considerados", en cuanto los socios que sean excluidos de la sociedad en reestructuración —respecto a los que aparece el problema, por cierto, de la valoración de sus respectivas participaciones— no participan en la reestructuración (Kfl, ester Bereicht, 287).

71 La cuestión es discutida también por la doctrina alemana, v. PÜHL, H., *op. cit.*, 343 ss. Y también v. CRYSTAL, M.—MOKAL, R., *op. cit.*, 4, donde el *write-down* de las deudas aparece entre los principales métodos de reestructuración.

sino en el importe derivado de las previsiones del plan, por lo que sería mucho más fácil obtener un valor residual en el patrimonio social a incorporar en las acciones⁷².

Pero más en general, la cuestión del llamado *Stichtag* (día x) al cual referir la valoración de las participaciones sociales se cruza —como bien pone en evidencia la doctrina alemana— con la posibilidad o no de incorporar en dicha valoración también las medidas objeto del plan de reestructuración que sean dispuestas por el órgano del procedimiento o por decisiones de los acreedores⁷³.

Una posibilidad similar —que tiene el consenso de autores importantes⁷⁴— es descartada por la doctrina dominante no solo por lo dicho en relación al momento temporal relevante para la valoración de las participaciones sociales de los antiguos socios, sino también sobre la base de ulteriores consideraciones que parecen convincentes en el contexto normativo italiano.

Aquellos que sostienen la tesis según la cual el *surplus* de valor generado por el saneamiento de la sociedad⁷⁵ respecto al importe de las obligaciones debidas a los antiguos socios, justifican su opinión afirmando que

- atribuyendo tal plus valor a los nuevos socios que en hipótesis sean, por ejemplo como consecuencia de un *debt-equity-swap*, los acreedores, se violaría el principio por el que estos deben ser satisfechos solo por el importe de su pretensión⁷⁶;

- sin embargo, los antiguos socios han creado con el ejercicio de la empresa precrisis parte del valor derivado de la continuidad empresarial que permite el saneamiento;

- también ellos han creado el substrato para el saneamiento de la empresa, cuyo plus valor debería ser, por tanto, compartido con ellos⁷⁷.

Sin embargo, en sentido contrario, se puede objetar que los «propietarios» originales de la empresa han determinado, más bien, las premisas para que la crisis apareciera y para la apertura de un procedimiento de saneamiento que pasa, inevitablemente, por sacrificios impuestos a los acreedores; por lo que no parece razonable que los efectos de un saneamiento que es posible gracias a los sacrificios impuestos a estos puedan ser repartidos también entre los primeros.

Por lo demás, retomando un argumento ya utilizado antes, la cuestión de la valoración de las participaciones de los socios surge cuando estos se oponen a la reestructuración propuesta y aprobada por los acreedores. Valorando su participación al valor de saneamiento significa, en la práctica, consentir a los socios apropiarse de parte del plusvalor que genera el *going concern* que es posible por la reestructuración, una vez satisfechas las deudas sociales. Pero realmente no se comprende cómo es posible admitir tal eventualidad, no tanto porque a los socios no se les pueda atribuir una parte de esta valor en absoluto —eventualidad incluso admisible, siempre que, sin embargo, los acreedores, cuyas pretensiones son *ex lege* prioritarias en la satisfacción respecto a las de los socios, lo hayan consentido⁷⁸—, sino porque aquellos no toman en ningún modo parte en la reestructuración propuesta,

72 Sobre el efecto del convenio sobre las deudas, v. D'ATTORRE, G., "Le proposte", cit., 1168 ss. ("por efecto del convenio, de hecho, la pretensión acreedora viene conformada según los términos y condiciones previstos en la propuesta, extinguiéndose (o, según otra perspectiva, deviniendo inexigible) frente al deudor (art. 184 *Legge Fallimentare*), con la consiguiente liberación del deudor. Incluso donde se quiera mantener que la liberación del deudor provenga no ya con la aprobación judicial de la homologación, sino con el cumplimiento de las obligaciones del convenio, se trata sin embargo de cumplimientos de deudas reestablecidas por efecto del plan o de las obligaciones asumidas en sede del plan, no de las deudas originales por las que ha aparecido la crisis").

73 Para la representación clara de la interferencia entre el momento temporal al que se debe referir la valoración (por ejemplo, el de apertura del procedimiento, o el de la aprobación del tribunal) y aquel de la consideración de las medidas de saneamiento en la valoración de las participaciones, v. PÜHL, H., *op. cit.*, 343 nt. 1675.

74 VERSE, D., *op. cit.*, 310 ss.; SPETZLER, S., *op. cit.*, 70 ss.

75 La doctrina alemana habla de *Unternehmensträgerreorganisation*: saneamiento del sujeto que ejercita *ab origine* la empresa, sin cesión de la misma a un tercer sujeto (*übertragender Sanierung*).

76 Se trata de la regla "corollary of the absolute priority rule", es decir, la "rule that no creditor may receive more than 100% of its claims at the expense of a dissenting class", que tiene su origen en el *Chapter 11* estadounidense, v. TOLLENAAR, N., *op. cit.*, 68 ss. y la amplia cita en la nt. 68.

77 V. PÜHL, H., *op. cit.*, 346 ss.

78 FABIANI, M., "Parere pro veritate", cit.; D'ATTORRE, G., "Le utilità", cit., 316 ss., y el pronunciamiento del Trib. Florencia, que afirma el mismo principio de derecho.

e incluso se oponen a ella. Situándose más allá de la reestructuración, que siempre implica sacrificios para los acreedores —en primer lugar, la satisfacción no íntegra de sus pretensiones— no se entiende que los socios pretendan beneficiarse del valor producido por esta a costa de los *stakeholders*.

Tales consideraciones confirman cómo para valorar las participaciones de los antiguos socios debe ser descartado el criterio del *Fortführungswert* que, como se ha dicho, consiente la atribución a las participaciones del valor —por regla, superior al de liquidación— derivado de la continuación de la actividad empresarial, en última instancia posible gracias a las medidas de reestructuración que no deben ser tomadas en consideración.

Para un apoyo mayor de la tesis aquí defendida resulta de destacada importancia mencionar las relaciones entre los administradores y los socios en la fase «crepuscular» de la empresa societaria.

En el ordenamiento italiano se encuentran indicios normativos suficientes para fundamentar el deber de los administradores, una vez comprobado que la sociedad está en crisis y cuando menos en la hipótesis en la que se adopten decisiones relevantes para la inversión accionarial, de convocar tempestivamente la junta general, aunque sólo sea para que los miembros de la estructura social tomen conocimiento de la situación y para preguntar o solicitar una «ratificación» sobre la dirección que deba tomarse. Deber que absorbe la específica función de permitir a los socios intervenir activamente para superar la crisis, incluso y sobre todo, aportando recursos financieros⁷⁹: se trata de garantizar a los socios la opción de continuar por el camino del saneamiento proyectado por los administradores —que podría comprender también medidas ablativas de la participación social en examen— o, en cambio, se revocar a los administradores si no comparten la opción, o interrumpir anticipadamente la actividad social y decidir sobre la disolución de la sociedad⁸⁰.

Tales indicios normativos son capaces de dar contenido a los parámetros de la corrección y de la diligencia en la gestión de la sociedad en estado de crisis⁸¹, según una reconstrucción que encuentra correspondencia en los principales ordenamientos extranjeros, en los que la evolución interpretativa se orienta a una implicación de

79 BRIZZI F., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, GIAPPICHELLI, 2015, 231-232; Id., "Proposte concorrenti nel concordato preventivo e governance dell'impresa in crisi", *Giur. comm.*, 2017, I, 335 ss.; PACILEO, F., "Doveri informativi e libertà d'impresa nella gestione di una s.p.a. in 'fase crepuscolare'", *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 83 con ulteriores referencias en nt. 37.

80 Más concretamente, la doctrina ha reclamado a este respecto los arts. 2446.1 y 2447 del Código civil italiano, cuya *ratio* es la exigencia de implicar a los socios en las iniciativas llamadas a sanear la empresa al menos con propósito informativo; y el art. 2476.2 del Código Civil. Y ha entendido significativo que, con el fin de salvaguardar las mencionadas exigencias informativas, el art. 182 sexies *Legge Fallimentare* no afecta a la aplicación de la primera disposición (sobre la relación entre los arts. 182 sexies *Legge Fallimentare* y 2447 Código Civil, v. NIGRO, A., "Riduzione o perdita del capitale della società in crisi", *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 574; STRAMPELLI, G., "Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi", *Riv. soc.*, 2012, 654). También v. BRIZZI, F., "Doveri" cit., 232; SFAMENI, P., *Perdita del capitale sociale e bilancio straordinari*, Giuffrè, 2004, 65, con ulteriores referencias en nt. 180. DE LUCA, N., "Riduzione del capitale ed interessi protetti. Un'indagine comparatistica", *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 595 ss. Sobre la revocabilidad de los administradores como instrumento de solución de los conflictos socios/administradores para afrontar la crisis, v. también BRIZZI, F., "Proposte", cit., 335 ss., donde se valora, además de los artículos citados, los principios de buena fe y de corrección que regulan las relaciones obligatorias (arts. 1175-1375 Código Civil), o bien la disciplina del mandato (art. 1710.2, Código Civil); PACILEO, F., *op. cit.*, 79 ss., con ulteriores menciones en nt. 29 valorando también los arts. 2484.1.2) y 6), y 2487.1.c) del Código Civil. En general, sobre la función informativa de la convocatoria de la junta general para la reducción obligatoria del capital, v. MIOLA, M., "La tutela dei creditori e il capitale sociale: realtà e prospettive", *Riv. soc.*, 2012, 298; STANGHELLINI, L., "Director's Duties and the Optimal Timing of the Insolvency. A Reassessment of the 'Recapitalize or liquidate' Rule", en Benazzo-Cera-Patriarca, *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Turín, 2011, 761 ss. Como es sabido, según algunos autores pueden incorporarse entre las medidas oportunas no sólo las operaciones sobre el capital, sino también las verdaderas decisiones empresariales, y por ello por esta vía también las soluciones negociales de la crisis procedimentalizadas por la ley, como el convenio preventivo, incluso en blanco: al respecto, cfr. CALANDRA BUONAURA, V., *Gestione dell'impresa e competenza dell'assemblea*, Giuffrè, 1985, 117 ss.; ABBADESSA, P., "L'assemblea: competenza", en Abbadessa-Portale (dirs.), *Tratt. delle società per azioni*, Torino, 1994, 3*, 60 ss.; Id., "La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.", en *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Utet, 2010, 4 ss.; ABBADESSA, P.—MIRONE, A., "Le competenze dell'assemblea", *Riv. soc.*, 2010, 282 ss.; PORTALE, G.B., "Rapporti fra assemblea e órgano gestorio nei sistemi di amministrazione", en Colombo-Portale (dirs.), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Utet, 2006, 2, 29 ss.; GUERRERA, F., "Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi", *Riv. soc.*, 2013, 1126; MAUGERI, M., "Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella spa", *Riv. soc.*, 2013, 406 ss.

81 SFAMENI, P., *op. cit.*, 63 y nt. 176; BRIZZI, F., *Doveri degli amministratori* cit., 234 y nt. 228 y 229 para ult. ref.; PACILEO, F., *op. cit.*, 81.

los socios cuando menos en las decisiones de gestión relativas a una crisis que todavía no ha resultado en la insolvencia e incidente sobre su posición, así como sobre la estructura y el objeto de la empresa societaria⁸².

Si los socios no han aprovechado este «primer *round*»⁸³, recapitalizando la sociedad o sustituyendo a los administradores cuyas decisiones sobre la gestión de la crisis no compartan —por tanto, no han aprovechado la oportunidad de evitar *ex ante* el inicio de un procedimiento— no se ve por qué motivo su interés a participar en la «renegociación» relativa a la estructura financiera de la empresa deba ser preservada una vez abierto el convenio⁸⁴.

Estas consideraciones muestran que los socios están en condiciones de poder conservar el valor que tengan incorporado a sus participaciones a pesar de la crisis adoptando directamente las contramedidas adecuadas para afrontarla y determinar el saneamiento del que dependerá la existencia de ese valor. Si los socios no aprovechan esa posibilidad, parece del todo ilógico e insensato interpretar el dato positivo de manera que permita preservar su interés propietario una vez se haya iniciado el procedimiento del convenio.

82 Se afirma, de hecho, que con el fin de asegurar una regular dirección de la empresa, los administradores tienen el deber de informar a los socios sobre la existencia de una situación de crisis y sobre la posibilidad de saneamiento. En Alemania se valoran al respecto los §§ 49, *Abs.* 2, *GmbHG* e 91, *Abs.* 1, *AktG*, que imponen una obligación de convocar la junta general si del balance final del ejercicio o durante el ejercicio resulta una pérdida de la mitad del capital social. Se hace, además, referencia a la cláusula general contenida en el § 49, *Abs.* 3, *GmbHG* por la que la junta general debe ser convocada (además de la hipótesis específica del *Abs.* siguiente) cuando sea en interés de la sociedad. BORK, R., "Pflichten der Geschäftsführung in Krise und Sanierung", *ZIP*, 2011, 107 ss.; SCHMIDT, K., en Schmidt-Uhlenbruck (hrsg.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, Otto Schmidt, 2016), 381, según el cual la obligación *ex* § 49, *Abs.* 2, *GmbHG* comprende, en la fase de intentar superar la crisis, un deber de los administradores de informar y proyectar frente a los socios (*BGB*, 20 febrero 1995- II ZR 9/94, *GmbHR*, 1995, 300; SEIBT, C.H., "§ 49", en Scholz, *GmbHG*, OTTO SCHMIDT, 2010, *Rz.* 23: los gestores deben adoptar toda decisión estratégica, no impuesta por la ley, de acuerdo con los socios. Para ulteriores y amplias referencias a la doctrina española y estadounidense, PACILEO, F., *op. cit.*, 81 nt. 33.

83 La expresión es utilizada por STANGHELLINI, L., *Le crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Il Mulino, 2007, 178 ss.

84 Sobre este punto, v. BENAZZO, P., *op. cit.*, 241 ss. (al que pertenece la expresión entrecomillada), con una clara distinción de dos pasajes sucesivos: en el primero los socios —a instancia de los administradores según las reglas de Derecho societario— permanecen como titulares del poder exclusivo de determinar la estructura financiera de la sociedad en crisis; en el segundo —que se realiza solo en caso de su inercia o desinterés— aquel poder se traslada a favor de terceros; FABIANI, M., "Parere *pro veritate*" *cit.*, 40. Lo sostenido en el texto encuentra correspondencia en la reflexión de PÜHL, H., *op. cit.*, 135, que señala que el "Zugriff auf die Anteile" del plan es legítimo en cuanto que los antiguos socios tienen, ya sea antes o durante el procedimiento de insolvencia, la posibilidad de reapropiarse de la sociedad (económicamente devenida de los acreedores), recapitalizándola y satisfaciendo sus deudas. En la óptica asumida en el texto, por otra parte, la previsión de una regla que sacrifica el interés de los antiguos socios a permanecer en la sociedad o a no sufrir diluciones de su participación parece plenamente coherente con otras previsiones concursales, cuya *ratio* puede ser individualizada en favorecer un cambio de la estructura societaria a la que es reconducible en última instancia el inicio de la crisis —al menos por la opción de los gestores—. Se piensa, en particular, en el art. 182 *quater*.3, 2º, de la *Legge Fallimentare*, que concede la previa deducibilidad completa a quien haya adquirido una participación social en ejecución del convenio o del acuerdo de reestructuración, así como, a nivel comparado, al § 39, *Abs* 4, *Inso*.