

DERECHO COMPARADO

Chapter 11 y tutela de los acreedores (Anotaciones al caso Lehman Brothers)*

Daniele Wattermoli

Profesor de Derecho Mercantil. Universidad La Sapienza (Roma)

SUMARIO

- I. PREMISA
- II. EL CHAPTER 11 Y LA TUTELA DE LOS ACREEDORES: PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN
- III. TUTELA DE CLASE. ABSOLUTE PRIORITY RULE, RESIDUAL OWNER Y NEW VALUE DOCTRINE
- IV. TUTELA INDIVIDUAL. BEST INTEREST OF CREDITORS TEST
- V. POSICIÓN DE LOS ACREEDORES DE LEHMAN BROTHERS A LA LUZ DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

I. PREMISA

El 15 de septiembre de 2008 Lehman Brothers Holdings Inc. presentó solicitud de declaración de *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* (11 USC), dando así paso, desde el punto de vista del total del pasivo, al mayor procedimiento de *Bankruptcy* que la historia de los Estados Unidos haya conocido nunca. Además, tras el sometimiento de Lehman Brothers Holdings Inc. al *Chapter 11*, otras dieciocho sociedades pertenecientes al grupo han solicitado acogerse a la *Reorganization*¹.

* El trabajo fue recibido el día 2 de febrero de 2009 y aceptado para su publicación el día 31 de mayo de 2009.

¹ Hay que decir que, desde el punto de vista procesal, las empresas han sido sometidas al régimen de la *administrative consolidation* (v. C. G. BERRY, *Consolidation in Bankruptcy*, en 50 *Am. Bankr. LJ*, 1976, pgs. 343 y ss.), es decir, todos los procedimientos que conciernen al grupo Lehman son gestionados unitariamente por un solo juez [*Rule 1015 (b), Bankruptcy Rules*]. No se ha procedido en cambio a lo que en Estados Unidos se denomina *Substantive Consolidation* (sobre la cual v., S. D. Amara/A. Kolod, *Substantive Consolidation: Getting Back to Basics*, en 14 *ABI L. Rev.*, 2006, pgs. 1 y ss.), o bien la agrupación en una única masa activa y en una única masa pasiva de todas las entidades, activas y pasivas, de las empresas del grupo, con las correspondencias derivadas de las relaciones intragrupo. Desde el punto de vista patrimonial, por lo tanto, los procedimientos se diferencian (lo que, como podemos resaltar, sucede en el Ordenamiento italiano, en el ámbito, por



Los orígenes y las causas de la crisis han sido ya suficientemente analizadas como para ser tratadas de nuevo aquí. Los orígenes y las causas han sido universalmente reconducidas –al menos en gran parte–, de un lado, a la crisis de los préstamos *subprime*, que por efecto de la sucesiva titulización de los créditos concedidos por las entidades prestamistas y por la introducción de «parte» de los títulos creados con la titulización en instrumentos financieros complejos habrían intoxicado, como un virus maligno, el sistema americano, *in primis*, y, en cadena, todo el sistema financiero mundial; y, por otro lado, la crisis se reconduce a la operatividad en el sector de los derivados, evidenciando –y esto es seguramente el aspecto más relevante– la ineficacia de las reglas que regulan el mercado de capitales (no es casualidad que se esté pensando de nuevo, *funditus*, en la reorganización total del sistema, con la consiguiente –y típica, en todo período de crisis– oleada de *re-regulation*).

Se ha dicho que el caso Lehman representa el mayor *crash* de la historia americana. Desde el *file of petition* (es decir, la petición de admisión del procedimiento) tenemos los siguientes datos:

– *total activo* = 639 millones de dólares

– *total pasivo* = 613 millones de dólares

Los pasivos, desde el punto de vista *objetivo*, se distribuyen entre *secured debts* (créditos privilegiados) y *unsecured debts* (créditos quirografarios), divididos a su vez en *senior*, ordinarios y *junior*. Las cuotas de participación del propio capital están representadas por *preferred stocks* (se enumeran 11 categorías) y *common stocks*. Desde el punto de vista *subjetivo*, los acreedores que ostentan créditos (no privilegiados) de mayor importe son bancos y otras instituciones financieras².

El sometimiento voluntario de las sociedades del grupo Lehman al *Chapter 11* ha traído consigo para los acreedores un primer efecto importante, consistente en lo que los americanos llaman *automatic stay* (§ 362), es decir, la paralización de las acciones ejecutivas individuales frente al deudor³. La

ejemplo de la crisis del grupo bancario y del grupo de la administración extraordinaria, ex arts. 80 y ss. DLeg núm. 270/1999).

² Entre éstos cabe destacar la posición de Citibank y del Bank of New York, que en calidad de *trustees* de los poseedores de *Senior Notes* emitidas por Lehman, tienen créditos por un importe de aproximadamente 138 millones de dólares.

³ Añadir que, en el ámbito del procedimiento Lehman, la Corte, por orden de 5 noviembre 2008, ha declarado la nulidad de pleno derecho –con base en el principio de la *automatic stay*– de todas las operaciones de venta que tienen por objeto las acciones de la sociedad deudora cerradas tras el 14 de octubre de 2008. La restricción está justificada por los beneficios fiscales derivados de las pérdidas que, según el razonamiento de la Corte, pertenecen al patrimonio del deudor: «1. *Lehman's consolidated net operating loss tax carryforwards ("NOLs") and certain other tax attributes (together with NOLs, the "Tax Attributes") are property of the Debtors' estates and are protected by the automatic stay prescribed in section 362 of the Bankruptcy Code*; 2. *Unrestricted trading of certain equity interests in LBHI during the pendency of the bankruptcy could severely limit the Debtors' ability to utilize the Tax Attributes for purposes of title 26 of the United States Code (the "Tax Code")*, as set forth in the Motion; 3. *The*

apertura del procedimiento impide, además, el pago voluntario de los pasivos anteriores, salvo que sea esencial para el buen resultado del plan de reorganización (c.d. *doctrine of necessity*)⁴ o esté unido al desarrollo normal de los contratos en curso de ejecución en el momento de la apertura del procedimiento⁵. El plan de reorganización, no presentado a día de hoy, indicará después los términos y las modalidades en las que se producirá la compensación de los acreedores de Lehman.

Por otra parte, la dimensión mundial de la crisis parece representar una ocasión propicia para verificar, en un contexto más general, el estado de evolución del procedimiento de *Reorganization*, analizado desde la óptica de la tutela de los intereses de los acreedores; esto permitirá en un momento posterior formular algunas hipótesis sobre el contenido del plan de reorganización de Lehman Brothers Holdings Inc. y, por lo tanto, el impacto que tal desequilibrio puede tener respecto a los sujetos que están implicados.

II. EL CHAPTER 11 Y LA TUTELA DE LOS ACREEDORES: PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN

A. En un escrito de hace años, dos de los mayores expertos en *Bankruptcy Law*, los profesores D. G. BAIRD y R. K. Rasmussen, afirmaban que: «*Corporate reorganizations have all but disappeared. Giant corporations make headlines when they file for Chapter 11, but they are no longer using it to rescue a firm from imminent*

notification procedures and restrictions on transfers of LBHI's common stock, certain classes of preferred stock and options to acquire such stock are necessary and proper to preserve the Tax Attributes and are therefore in the best interests of the Debtors, their estates, and their creditors; and 4. The relief requested in the Motion is authorized under sections 105(a) and 362 of the Bankruptcy Code».

⁴ Hay que señalar que los límites de las *doctrine of necessity* son bastante inciertos, dejando a discreción del juez la valoración sobre la indispensabilidad o no del pago para la reorganización; de esta forma, se han registrado casos en los que el juez ha autorizado el pago de los salarios pasados de los trabajadores subordinados [en ocasiones bajo la amenaza de una huelga, v., por ejemplo, In re *Structurlite Plastics Corp.*, en 86 Bankr. 922 (Southern District of Ohio, 1988)], y otros, en cambio, en los que se ha negado la autorización [v., por ejemplo, In re *FCX, Inc.*, en 60 Bankr. 405 (Eastern District on North Carolina, 1986)].

⁵ El simple sometimiento al *Chapter 11* no determina la interrupción de la actividad de la empresa. La administración del patrimonio permanece igual, como ha sucedido en el caso de Lehman, a cargo de los órganos de la sociedad deudora (*debtor-in-possession*: § 1107), los cuales tienen un período de tiempo (120 días, extensible hasta un máximo de 18 meses desde la admisión al procedimiento) en la que puede presentarse, vía exclusiva, un plan de reorganización; finalizado el plazo, cualquier otro interesado puede presentar un plan (§ 1121). De la vigilancia del trabajo del deudor se ocupa el *U.S. Trustee* (una especie de «curador público»), que nombra, también, al comité de los acreedores. Los miembros del comité (generalmente siete) se eligen entre los acreedores no privilegiados que ofrecen los créditos de mayor importe (§ 1102). La elección de los no privilegiados depende del hecho de que son los sujetos, la mayoría de las veces, los interesados directos en la evolución del procedimiento concursal; son los denominados *residual owner* (sobre este asunto se volverá más detenidamente *infra* § 3).



failure. Many use Chapter 11 merely to sell their assets and divide up the proceeds»⁶. Los autores mostraban cómo colosos del calibre de TWA o Enron⁷ habían utilizado el procedimiento de *Reorganization* para propiciar la venta del propio activo a un precio que incluía el *going concern value*, no con el fin de sanear la empresa en crisis; objetivo, este último, del Congreso de los Estados Unidos en el momento de la introducción en el modificado *Bankruptcy Code* de 1978, del procedimiento de *Reorganization*. El procedimiento regulado en el *Chapter 11* –que ha ocupado el lugar que la *equity receivership* ocupaba en el siglo XIX⁸– había sido ideado, en principio, para permitir la salvaguardia y el saneamiento de la empresa en crisis, en caso de que la misma presentase un *going concern value*, que los órganos de la misma, a través de mecanismos privados de reestructuración de las deudas o de nueva financiación no la hiciesen salir de la situación de *financial distress*, y en tanto no se diesen las condiciones de mercado para una venta de la empresa a terceros a precio de funcionamiento⁹. Ante tal escenario, la liquidación del activo de la empresa en crisis en el seno del procedimiento –aunque admitida por el § 1123(b)(4), que contempla los denominados *liquidating plans*– no representa, por lo tanto, una solución acorde con el objetivo prioritario declarado (al menos originariamente) por el *Chapter 11*. Téngase además en cuenta, por otro lado, que el ordenamiento americano prevé un procedimiento *ad hoc* para la liquidación, regulada por el *Chapter 7* del *Bankruptcy Code*.

Pese a que una parte importante de la doctrina ha rechazado los resultados a los que han llegado los autores arriba citados¹⁰, el estudio empírico de los casos de *Reorganization* que en los últimos años han acometido las grandes empresas americanas no deja dudas al respecto: el procedimiento de reorganización ha mutado, convirtiéndose, según una acertada expresión, en una «*branch of the law governing mergers and acquisitions*»¹¹. Confirmación en ese sentido puede extraerse de un posterior artículo de los propios BAIRD y RASMUSSEN¹² –en réplica a las observaciones formuladas al escrito anterior de

⁶ D. G. BAIRD / R. K. RASMUSSEN, *The End of Bankruptcy*, en 55 *Stan. L. Rev.*, 2002, pg. 751.

⁷ Sobre tal procedimiento, de los mismos autores, puede leerse *Four (or Five) Easy Lessons from Enron*, en 55 *Vand. L. Rev.*, 2002, pgs. 108 y ss.

⁸ Sobre la evolución de la disciplina de los procedimientos de saneamiento (se habla en plural en cuanto con la vigencia del *Bankruptcy Act* se preveían dos procedimientos diferentes, uno para las *public companies*, ex *Chapter X*, y uno para las *close o private companies*, ex *Chapter XI*) en el ordenamiento americano cfr., R. A. PEEPLES, *Staying In: Close Corporations And The Absolute Priority Rule*, en 63 *Am. Bankr. LJ*, 1989, pgs. 65 y ss.

⁹ Son estas tres las condiciones tradicionalmente mencionadas para justificar la presencia en el ordenamiento del proceso de *Reorganization*. Cfr., B. E. ADLER/D. G. BAIRD/T. H. JACKSON, *Bankruptcy. Cases, Problems, and Materials*, New York, 2007, pg. 667.

¹⁰ L. M. LOPUCKI, *The Nature of the Bankruptcy Firm: A response to Baird and Rasmussen's. The End of Bankruptcy*, en 56 *Stan. L. Rev.*, 2003, pgs. 645 y ss.

¹¹ B. E. ADLER/D. G. BAIRD/T. H. JACKSON, *Bankruptcy*, op. cit., pg. 669.

¹² D. G. BAIRD/R. K. RASMUSSEN, *Chapter 11 at Twilight, Reply*, en 56 *Stan. L. Rev.*, 2003, pgs. 673 y ss.

LoPucki— que, estudiando los datos contenidos en la *Bankruptcy Research Data*, han analizado uno a uno los casos de *large business* en crisis que han cerrado el procedimiento de *Reorganization* en 2002.

a) De 93 casos analizados se concluye que 52 se han cerrado con una cesión a terceros, directa o indirecta, de los *assets* de la empresa en crisis. En particular, 45 han visto la transferencia directa de los activos a un tercero; mientras 7 se han cerrado con la cesión, no ya de los bienes, sino de las cuotas de capital de la empresa saneada. A menudo, en estas últimas hipótesis, han sido los propios *secured creditors* los que se han convertido en cesionarios de las cuotas de capital de la empresa deudora, para después revender el paquete de control a empresas, previo cambio del consejo de administración¹³.

b) Los otros 26 casos se han cerrado con la ratificación, por parte del juzgado del concurso, de acuerdos ya concluidos *antes* del inicio del procedimiento (algunos sin ninguna modificación; otros con cambios marginales de las condiciones originarias). De éstos, tres eran verdaderos y propios *prepackaged plans*; en los otros casos el plan ha sido formalizado dentro del procedimiento, pero siguiendo acuerdos interpuestos anteriormente. Sumando los casos en los que se ha producido la cesión de los activos a terceros y aquellos en los que el juzgado de la insolvencia se ha limitado a confirmar acuerdos ya concluidos en el momento del inicio de la *Reorganization* se alcanza la cuota del 84% del total de los procedimientos analizados.

c) En los casos en los que había acuerdos anteriores al inicio del procedimiento y no se ha procedido a una venta durante el concurso, el análisis demuestra cómo en realidad la *Reorganization* no ha producido ningún efecto beneficioso para las empresas deudoras, en particular no ha permitido el mantenimiento del *going-concern value*. Algunas empresas, de hecho, han salido del procedimiento fuertemente redimensionadas, habiendo perdido en el curso del mismo gran parte del valor que se debía preservar. En algunos casos, se ha procedido a una venta *parcial* de los *assets*, combinada con una contracción de la actividad de la empresa y una transformación de los créditos en capital (además de la medida habitual de cambio del consejo de administración).

d) El único caso en el que parece que se habían verificado todas las condiciones para un verdadero y propio saneamiento es el que hace referencia a la empresa manufacturera Pillowtex, salida de la *Reorganization* en 2002 con el mismo accionariado y, *grosso modo*, la misma composición del activo. Pero los hechos posteriores han demostrado, en realidad, como Pillowtex no tenía ningún valor que preservar y cómo, por lo tanto, el procedimiento no

¹³ Particularmente ilustrativas son las palabras, reproducidas por BAIRD y RASMUSSEN, del *senior creditor* de la Derby Cycle que había de hecho confeccionado el *reorganization plan* de la compañía: «*Bankruptcy can be a tool to get a transaction done... This was a situation where it made a lot of sense for a lot of reasons to file for bankruptcy. But the primary reason was speed – we were just able to do the transaction a lot more quickly*».

había hecho más que posponer lo inevitable. De hecho, ya durante 2003 la propia empresa pidió de nuevo el sometimiento al *Chapter 11*, concluyéndose en esta ocasión con una venta *piecemeal* del activo.

B. Los resultados que pueden extraerse del análisis de los casos de *Reorganization* que en los últimos años han implicado a las grandes empresas americanas pueden sintetizarse de esta forma: el saneamiento de la empresa, entendido como la recuperación de la capacidad de cumplir regularmente conservando el valor inmaterial de la empresa (*avviamento*), ya no es el objetivo prioritario del procedimiento *ex Chapter 11*; el denominado *going concern value* es más rentable a través de la cesión –directa o indirecta– de los *assets* de la empresa en crisis a terceros¹⁴; la gestión del procedimiento, aunque se ponga de nuevo en manos de los órganos de la sociedad (*debtor in possession*), es de hecho ejercitada por los acreedores –y entre éstos, en particular, por los privilegiados o que ocupan la posición *senior* respecto a las otras categorías de acreedores– en virtud de los poderes que les reconoce la Ley en el ámbito del procedimiento o por virtud de acuerdos concluidos con el deudor antes del inicio de la *Reorganization*¹⁵.

C. En este escenario resulta interesante verificar, por un lado, qué instrumentos tienen a disposición las diferentes categorías de acreedores para obtener la máxima satisfacción de sus intereses en el procedimiento y, por el otro, cuándo y en qué condiciones se permite a los anteriores titulares de cuotas de capital seguir siendo socios de la sociedad saneada. El análisis, por lo tanto, se basará en las relaciones entre las varias clases de acreedores

¹⁴ Por lo que concierne a la definición de «*going-concern surplus*», parece que BAIRD, en el trabajo con RASMUSSEN, ha (según quien escribe) cambiado de idea respecto a cuanto lo afirmado por él mismo. En un ensayo anterior, escrito con T. H. JACKSON (*Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, en 51 *U. Chi. L. Rev.*, 1984, pg. 97) los autores sostenían que el «*going-concern surplus*» deriva casi exclusivamente de las habilidades empresariales de los viejos accionistas y se daba, por consiguiente, por la diferencia entre el precio obtenido de la venta a terceros de la empresa y el valor que esta última habría obtenido si hubiese sido dejada en manos del empresario originario. Tal reconstrucción parece en realidad inaceptable, olvidando completamente lo que nosotros definimos como «fondo de comercio objetivo», que representa, también en Estados Unidos, el bien intangible de mayor peso económico en las operaciones de venta de las empresas sometidas al *Chapter 11*.

¹⁵ Además de los autores citados anteriormente, evidencian la evolución del procedimiento –en la dirección expuesta en el texto– también D. A. SKEEL Jr., *Creditors' Ball: The «New» New Corporate Governance in Chapter 11*, en 152 *U. Pa. L. Rev.*, 2003, pgs. 917 y ss., según el cual «*The endless negotiations and mind-numbingly bureaucratic process that seemed to characterize bankruptcy in the 1980s have been replaced by transactions that look more like the market for corporate control. Whereas the debtor and its manager seemed to dominate bankruptcy only a few years ago, Chapter 11 now has a distinctively creditor-oriented cast. Chapter 11 no longer functions like an anti-takeover device for managers; it has become, instead, the most important new frontier in the market for corporate control, complete with asset sales and faster cases*» (pg. 918).

y entre éstas y los socios de la sociedad en crisis¹⁶. Para ejemplificar la investigación imaginemos la existencia de sólo tres clases de «interesados»: *senior creditors* (incluidos privilegiados y los beneficiarios de acuerdos de postergación); *junior creditors* (clase en la que confluyen los quirografarios y los subordinados) y *equityholders* (en los que se incluyen los titulares tanto de *preferred* como de *common stocks*)¹⁷.

Como se verá, el *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* reconoce a acreedores o socios que tienen derechos sobre la empresa en crisis una *doble* tutela: una que puede definirse como «de *clase*», accionable sólo cuando la clase de pertenencia tenga expreso voto negativo según el plan de saneamiento presentado; y una *individual*, ejercitable también en el caso de que la clase de pertenencia haya aceptado el plan. Obviamente, éste no es el momento para recorrer analíticamente todas las normas de garantía de los sujetos implicados. Según los fines que aquí interesan será suficiente con prestar atención, por lo que concierne a la tutela de clase, a la *absolute priority rule*; y, respecto a la tutela individual, al *best interest of creditors' test*¹⁸.

III. TUTELA DE CLASE. ABSOLUTE PRIORITY RULE, RESIDUAL OWNER Y NEW VALUE DOCTRINE

El plan presentado por el *debtor in possession* (o, caducado el período de «exclusividad», por cualquier otro interesado) obtiene la *confirmation* por

¹⁶ En un reciente estudio empírico (A. BRIS/S. A. RAVID/R. SVERDLOVE, *The Effect of APR Violations on the Seniority and Timing of Debt Issuance*, en *Am. Law & Econ. Ass. Ann. Meeting, Paper* núm. 5, febrero 2008) ha surgido que la previsión de posibles contrastes entre las varias categorías de acreedores en caso de *Bankruptcy* influye en las elecciones de la sociedad (*in bonis*) en el momento de la emisión de nuevos títulos de deuda. En particular, del análisis se deduce que la mayor parte de las sociedades suelen emitir títulos de deuda con el mismo nivel de prioridad; existe una relación proporcional directa entre los costes ligados a los conflictos de clases de acreedores y la emisión de títulos *junior* que son de dimensiones reducidas respecto a los que emiten títulos *senior*, mientras que las que emiten ambos tipos de títulos son de dimensiones «intermedias».

¹⁷ Sólo destacar que esta subdivisión es del todo convencional, no respeta el orden jerárquico entre los que tienen derecho sobre el patrimonio del deudor: los privilegiados (*rectius*: aquellos que tienen una causa de prelación) gozan de un derecho exclusivo sobre el bien objeto de la garantía; los *senior creditors* normalmente no tienen causa de prelación –y, por lo tanto, en este aspecto entran en la macrocategoría de los quirografarios– pero tienen el derecho a ser satisfechos antes que el resto de categorías de los acreedores (típicamente, los otros acreedores quirografarios); y los *equityholders*, a su vez, pueden presentar internamente categorías de sujetos con derechos diferentes en caso de liquidación o de apertura de un procedimiento concursal a cargo de la sociedad (baste pensar en el caso Lehman, en el que hay 11 tipos de *preferred stocks*).

¹⁸ El análisis no afronta, por lo tanto, otros aspectos de extrema importancia, incluso con la finalidad de la tutela de los intereses patrimoniales en juego; entre éstos, especial relevancia tienen las reglas en el tema de formación de las clases [§ 1122 (a)] llamadas a aprobar el plan de saneamiento presentado (sobre este punto nos remitimos a W. Blair, *Classification of Unsecured Claims In Chapter 11 Reorganization*, en 58 *Am. Bankr. LJ*, 1984, pgs. 197 y ss.).



parte del juzgado concursal cuando todas las clases en las que se subdividen los acreedores aceptan la propuesta o, si no es así, se produce la *confirmation* a través del mecanismo *cram-down*¹⁹. Para que el juez pueda proceder al *cram-down* es necesario, entre otras cosas, por un lado, que el plan presentado no discrimine a los acreedores de forma ilegítima (*unfairly*), y sea al mismo tiempo «*fair and equitable*», y, por otro lado, que haya obtenido el consenso de, al menos, una clase de acreedores que han resultado *impaired* (es decir, no satisfechos al 100%)²⁰.

A. Entre las condiciones puestas positivamente por la norma [§ 1129(b)(2)(B)(ii), relativa al trato de los acreedores no privilegiados²¹], para que un plan pueda ser considerado *fair and equitable*, está aquella con base en la cual [o los acreedores pertenecientes a la clase disidente reciben el total del crédito admitido en el procedimiento (hipótesis poco común)] los titulares de los créditos o cuotas de capital propio que ocupan, respecto a los pertenecientes a la clase disidente, una posición subordinada en el orden jerárquico de distribución no reciben nada.

Esto significa, desde el punto de vista teórico, que si el valor de la empresa no es tal como para cubrir el total de los créditos de los *senior creditors*, ninguna satisfacción puede ser prevista para los *junior creditors* y, menos para los *equityholders*, salvo que haya un consenso expreso (a través de la aceptación del plano) por parte de los primeros.

Es ésta la *absolute priority rule*²². La regla intenta *objetar*, dentro del procedimiento de reorganización, el mecanismo de distribución de la masa activa

¹⁹ Cfr., K. N. Klee, *All You Ever Wanted To Know About Cram Down Under the Bankruptcy Code*, en 53 *Am. Bankr. LJ*, 1979, pgs. 133 y ss.

²⁰ En la hipótesis de que el deudor presente un plan que prevea la satisfacción para una determinada clase de acreedores o de titulares de cuotas de capital, estos últimos están exentos del voto, en cuanto, como establece el § 1126(g), se presume que aceptan la propuesta; asimismo, no deben participar en la votación los acreedores satisfechos por el total, en cuanto se presume que éstos se adhieren a la propuesta [§ 1126(f)]. En tales hipótesis, por lo tanto, el voto (en contra o a favor) es presunto: lo que por otra parte condiciona sólo relativamente a la sucesiva *confirmation* del plan. En el derecho norteamericano, de hecho, no se pide para tal fin ninguna mayoría de los créditos admitidos a la votación, ni que la mayoría se obtenga dentro del mayor número de clases (como pide nuestro ordenamiento), siendo las únicas condiciones necesarias la naturaleza *fair and equitable* del plan y la aprobación del mismo por, al menos, una clase de acreedores *impaired* (para la aprobación es necesario el voto favorable de la mayoría por número de acreedores que representa, además los 2/3 del total de los créditos de los que se compone la clase).

²¹ Para los *secured creditors* la norma [§ 1129(b)(2)(A)] hace referencia al valor del bien o del derecho sobre el que recae la garantía, pero la protección resulta sustancialmente equivalente a la prevista para los quirografarios. Para los titulares de cuotas capital el § 1129(b)(2)(C)(ii) reproduce el mecanismo de defensa establecido por § 1129(b)(2)(B)(ii).

²² N. L. GEORGAKOPOULOS, *New Value, After LaSalle*, en 20 *Bankr. Dev. J.*, 2003, pg. 4 «*The effect of the rule is to block plans that would violate the satisfaction of creditors by rank of seniority*»; y, por lo tanto, «*Creditors can attack distributions of value to claimants junior to them*» (p. 6).

utilizado en caso de liquidación (*ex Chapter 7*) de la empresa en crisis [§ 724(b)]: mecanismo que –como para nosotros– tiene en cuenta, por un lado, causas legítimas de prelación y, por otro, acuerdos de subordinación en los que acreedores de igual rango son satisfechos según la regla de proporcionalidad.

Establecido que el sistema se basa en la *absolute priority rule* hay que preguntarse por qué en la práctica se registran muchos casos en los que tal regla no se respeta²³; casos, en los que frente a la satisfacción parcial de los *senior creditors* está el reconocimiento de algún derecho a favor de los *junior creditors* o, incluso, de los viejos accionistas²⁴.

a) Tradicionalmente, las causas que llevan a una desviación de la *absolute priority rule* se encuentran en: la escasa competencia de los jueces mercantilistas, incapaces de tutelar adecuadamente el orden de las causas de prioridad; el hecho de que el plan es –al menos formalmente– redactado por el *management* de la empresa en crisis, el cual, en cuanto expresión de los viejos accionistas, tiende a mantener «porciones» de valor de la empresa en crisis favoreciendo a éstos y en detrimento de los acreedores; el comportamiento de los *junior creditors*, que a través de la amenaza de obstruccionismo, realizable mediante la petición de procedimientos de valoraciones lentas y costosas, consiguen obtener una cierta forma de satisfacción que no podrían alcanzar de otra manera²⁵.

Tales explicaciones no parecen hoy del todo persuasivas. En primer lugar, como se ha visto antes, los jueces concursales son actualmente reacios a permitir la venta de los *assets* de la empresa en crisis, si bien respetando (y haciendo respetar) el orden de prioridad entre los que tienen derecho. En segundo lugar, aún en presencia del *debtor in possession*, el *management*, expresión de los viejos accionistas, es a menudo sustituido antes del inicio del procedimiento de *Reorganization*, mientras los poseedores de cuotas de

Indicaciones sobre el origen de la APR pueden obtenerse de R. A. PEEPLES, *Staying In, op. cit.*, pgs. 72 y ss.

²³ Desviaciones de la *absolute priority rule* se registran desde tiempos remotos v., J. C. BONBRIGHT/M. M. BERGMAN, *Two Rival Theories of Priority Rights of Security Holders in a Corporate Reorganization*, en 28 *Colum. L. Rev.*, 1928, pgs. 127 y ss. Estos autores admiten la *relative priority doctrine*, considerando legítimas las desviaciones de la *absolute priority rule*, cuando éstas sean fruto de las negociaciones entre las varias clases de acreedores junto con la incertidumbre en la valoración de la empresa en crisis (este punto se retomará *infra*).

²⁴ En un estudio empírico de hace algunos años surgió que la desviación de la *absolute priority rule* hace referencia al 77% de los casos analizados: cfr. A. C. EBERHART/W. T. MOORE/R. L. ROENFELDT, *Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings*, en 45 *J. Fin.*, 1990, pgs. 1457 y ss. (resultados sustancialmente confirmados por el estudio de L. A. WEISS, *Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims*, en 27 *J. Fin. Econ.*, 1990, pgs. 285 y ss.).

²⁵ Sobre el argumento cfr., el ensayo fundamental de A. SCHWARTZ, *A Contract Theory Approach to Business Bankruptcy*, en 107 *Yale LJ*, 1998, pgs. 1807 ss.



capital son «expulsados de la partida». Al final, los titulares de posiciones *junior* consiguen difícilmente cubrir un rol estratégico dentro del procedimiento²⁶.

b) Más convincente –al menos en la mayoría de los casos relativos a las empresas de grandes dimensiones– es la justificación basada en la incertidumbre del valor de la empresa en el momento en que la misma está sometida al procedimiento *ex Chapter 11*.

En concreto, cuando el valor de la empresa sea absolutamente cierto y haya un mercado suficientemente amplio para permitir una venta (incluso bajo la forma de cesión a los acreedores) rápida y a precio de funcionamiento de la misma, está claro que ninguno de los que tienen derecho estará dispuesto a (o tendría incentivos para) renunciar, ni en una mínima parte, al propio grado de preferencia²⁷. Así, por ejemplo, si el valor de la empresa fuese inferior o igual al importe de los créditos contraídos de los *senior creditors*, no tendrían ningún margen de actuación los *junior creditors* y los *equityholders*; si, por el contrario, el valor fuese mayor, pero no cubriese totalmente a los acreedores de rango menor, los únicos que serían excluidos de las previsiones de compensación contenidas en el plan serían los viejos accionistas²⁸. Pero cuando el valor de la empresa es incierto, las cosas cambian (*recte*, podrían cambiar).

²⁶ D. G. BAIRD/D. S. BERNSTEIN, *Absolute Priority, Valuation Uncertainty, and the Reorganization Bargain*, en 115 *Yale LJ*, 2006, pgs. 1930 y ss.

²⁷ Sobre el punto cfr., C. W. FROST, *Running the Asylum: Governance Problems in Bankruptcy Reorganizations*, en 34 *Ariz. L. Rev.*, 1992, pg. 115, nt. 11, por el que «*If the value of the business assets were readily ascertainable, there would be no need for a judicially supervised reorganization process. New claims to the assets could be generated automatically by an application of the absolute priority rule. It is therefore the vagaries of business valuation that create the need for the reorganization process.*».

²⁸ Lo afirmado vale para la hipótesis, considerada aquí, de empresa de grandes dimensiones. Las cosas, de hecho, podrían cambiar cuando la que estuviese sometida al procedimiento fuese una pequeña empresa (una *close corporation*). En esta hipótesis, no es raro que el accionista-*manager* sea el sujeto que mejor que nadie conoce la actividad ejercida por la empresa en crisis; lo que permite al último aportar un plus a la empresa saneada para incentivar a los *senior creditors* a que renuncien a una cuota de lo que les corresponde con tal de hacerlo permanecer en la plantilla societaria una vez concluido el procedimiento (cfr., entre otros, L. A. BEBCHUK/R. C. PICKER, *Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*, en J. M. OLIN Law & Econ. Working Paper, núm. 16/2003, descargable del sitio <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/WkngPprs—01-25/16.Bebchuk-Picker.pdf>). No es casualidad que en 1952 el Congreso enmendara la *section 366* del *Bankruptcy Act* eliminando la referencia de la naturaleza «*fair and equitable*» del plan –constantemente interpretada como la fuente del *absolute priority rule*– propuesta en el ámbito del *Chapter XI* (el aplicable a las *close corporations*), con base en la consideración que habría surgido en el interés de los acreedores de permitir a los accionistas-*manager* permanecer en la unión de la sociedad saneada, incluso a desventaja del *absolute priority rule*. Con base en las características propias de las *close corporations*, v. el ensayo pionero de C. D. ISRAELS, *The Second Cow of Corporate Existence: Problems of Deadlock and Dissolution*, en 19 *U. Chi. L. Rev.*, 1952, pgs. 778 y ss.; y sobre el tema específico de la aplicación a éstas del *absolute priority rule*, R. A. PEEPLES, *Stayng In*, cit., pgs. 75 y ss. y P. F.

b1) El primer efecto importante, producido por la incertidumbre sobre el valor de la empresa, hace referencia a la concreta individualización de los *residual owners*.

«The dollar that is won or lost because of good or bad negotiating by definition is felt by the residual owner»²⁹. El *residual owner* es, por lo tanto, aquel que, en el ámbito del procedimiento de *Reorganization*, sufre los efectos, positivos o negativos, producidos por las elecciones estratégicas realizadas por el sujeto encargado de sanear la empresa. Si, por ejemplo, un acreedor contrae un crédito con garantía real y tal garantía es suficiente para satisfacer totalmente el propio crédito, éste no es el *residual owner* (cualquier cosa que suceda durante el procedimiento será satisfecha al 100%); y más –y al contrario, podría decirse–, si es seguro que los *assets* (incluida la preparación) de la empresa en crisis no tienen un valor tal que permita la compensación completa de los acreedores admitidos al pasivo, se excluye que los *residual owners* puedan considerarse los titulares de cuotas de capital (en ningún caso, de hecho, aunque se alcanzase el máximo de los resultados posibles durante el procedimiento de saneamiento, estos recibirían algo). Si, por fin, retomando el ejemplo anterior, el valor de la empresa consigue cubrir sólo en parte a los *senior creditors*, entonces son éstos a los que se reconoce el calificativo de *residual owners*³⁰.

Identificar quién tiene en el ámbito del procedimiento tal rol es extremadamente importante puesto que el *management* tiene (o tendría) que operar³¹

COOGAN, *Confirmation of a Plan Under the Bankruptcy Code*, en 32 *Case W. Res. L. Rev.*, 1982, pgs. 301 y ss.

Veremos después a lo largo del análisis, en qué condiciones es posible excluir, en el ejemplo dado, a los *junior creditors* de cualquier tipo de compensación en presencia del reconocimiento de algún «valor» a los viejos accionistas.

²⁹ Así D. G. BAIRD/T. H. JACKSON, *Bargaining After the Fall and the Contours of the Absolute Priority Rule*, en 55 *U. Chi. L. Rev.*, 1988, pg. 761.

³⁰ Puede decirse también que los *residual owners* son «persons whose interests are identical with those of the firm as a whole»: así L. LOPUCKI, *The Myth of the Residual Owner: An empirical Study*, UCLA School of Law, Law & Economics Res. Papers, núm. 3/11, abril 2003, pg. 2. Por esta razón «The logic is that any action that helps the residual claimant will increase the value of all claims against the enterprise» (E. J. JANGER, *Predicting When the Uniform Law Process Will Fail: Article 9, Capture, and the Race to the Bottom*, en 83 *Iowa L. Rev.*, 1998, pg. 592).

Por lo general, estos últimos coinciden con los *unsecured creditors*; también la Ley parece dar por descontado que sean los *residual claimants*, como establece la norma (§ 1102) respecto a la cuestión de la composición del comité de los acreedores (ver *retro*, § 1). Cfr. con el insuperable, al menos en muchos aspectos, trabajo de T. H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, 1986, pg. 168.

³¹ También en caso de *debtor-in-possession* y en la hipótesis (rara) en la que el *management* de la empresa en crisis no se cambie por efecto (o antes) de la apertura del procedimiento y sea, por lo tanto, la expresión de los viejos accionistas. Se evidencia este cambio (*shift*) del referente subjetivo de los deberes fiduciarios de los administradores, en la jurisprudencia, *Federal Deposit Ins. Corp. v. Sea Pines Co.*, 692 F.2d, pgs. 976-977 (4th cir. 1982), por la cual «When the corporation becomes insolvent, the fiduciary duty of the directors shifts from the stockholders to the creditors» y *In re Calton Crescent*, 173 F.2d, pg. 951 (2d Cir. 1949), donde se evidencia cómo «an insolvent holds his property in trust for his creditors»



en interés de dicho sujeto, según la visión tradicional de la *Reorganization* de la empresa en crisis en forma de «*going concern sale of the business to its creditors in exchange for their claims*»³².

Ahora bien, la incertidumbre del valor de la empresa determina (o puede determinar) la presencia de más potenciales *residual owners*, situados en diferentes clases de titulares de derechos sobre el patrimonio de la empresa³³, teniendo la consecuencia de que, como se ha dicho, la teoría según la *Corporate Governance* de la empresa en *Reorganization* gira entorno a esta figura «*collapses*»³⁴.

b2) La incertidumbre sobre la valoración de la empresa puede empujar a los acreedores de rango más elevado a contentarse con una compensación inferior respecto a la que teóricamente se les asegura en la aplicación, en el caso concreto de la *absolute priority rule*, a favor de los *junior creditors*, incluso cuando estos últimos estarían, según las estimaciones de los *senior*, excluidos de todo tipo de compensación (*out-of-the-money*). Para que esto suceda, los acreedores de rango más bajo tienen que adoptar todas las tácticas que permitan retrasar, en el procedimiento, el momento de la valoración en valores de mercado de la empresa (*day of reckoning*): una subasta competitiva para obtener el control de la empresa o el traslado de los *assets*

(ambas citadas por D. G. BAIRD/T. H. JACKSON, *Bargaining After the Fall*, cit., pg. 762, nt. 58). En el último análisis, lo que determina este «cambio» es la pérdida, debida a la insolvencia, del rol de *residual claimant* cubierto por los socios de la sociedad *in bonis*, cfr., C. D. KANDESTIN, *The Duty to Creditors in Near-Insolvent Firms: Eliminating the «Near-Insolvency» Distinction*, en 60 *Vand. L. Rev.*, 2007, pgs. 1235 y ss.: «*insolvency causes the shareholder to lose his status as a residual claimant, since it is now the creditors who bear any risk of loss*».

³² D. G. BAIRD/D. S. BERNSTEIN, *Absolute Priority*, cit., pg. 1937. Entre los primeros en representar el procedimiento de *Reorganization* bajo «*forced sale*», en virtud de la cual «*an investor «sells» his claim and receives in return a share of the reorganized company*», R. C. CLARK, *The Interdisciplinary Study of Legal Evolution*, en 90 *Yale LJ*, 1981, pg. 1250. Naturalmente esta visión de la *Reorganization* parte de la convicción –que quien escribe comparte– de que tal procedimiento (así, como todos los procedimientos concursales) tenga que orientarse a la máxima satisfacción de los acreedores. La doctrina americana, casi unánime, comparte esta visión, aunque existen importantes excepciones (cfr., E. WARREN, *Bankruptcy Policymaking in a Imperfect World*, en 92 *Mich. L. Rev.*, 1993, pgs. 354-355, según el cual: «*Bankruptcy policy also takes into account the distributional impact of a Business failure on parties who are not creditors and who have no formal legal rights to the assets of the business. Business closings affect employees who will lose jobs, taxing authorities that will lose ratable property, suppliers that will lose customers, nearby property owners who will lose beneficial neighbors, and current customers who must go elsewhere. Congress was acutely aware of the wider effect of a business failure on the surrounding community and it adopted the 1978 Bankruptcy Code specifically to ameliorate those harmful effects*»).

³³ G. G. TRIANTIS, *A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing*, en 46 *Vand. L. Rev.*, 1993, pg. 915: «*the identification of the residual owner in a multi-layered hierarchical capital structure depends on a costly and often ambiguous valuation of the firm*».

³⁴ Así L. LOPUCKI, *The Myth of the Residual Owner*, *op. cit.*, pg. 2, que evidencia, con base en un estudio empírico, la extrema dificultad de individualizar el *residual owner* en caso de crisis de empresas de grandes dimensiones.

al resguardo de la apertura de la *Reorganization* dejaría, en la mayoría de los casos, poco espacio a un resarcimiento, incluso parcial, de los *junior creditors*. Por otra parte, ante la eventualidad de que durante el procedimiento la empresa aumente su propio valor, juega (o puede jugar, según el volumen del incremento) una gran ventaja para los acreedores de rango inferior, y, como otra cara de la moneda, la eventualidad de que ese valor disminuya redundaría en desventaja de los *senior creditors*, que soportan el riesgo. Por lo que se ha visto, la evolución que en los últimos años ha sufrido el procedimiento de *Reorganization* ha conllevado, por un lado, un ligero aumento de los casos de *going concern sales* en tiempos relativamente breves y, por otro lado, a simples confirmaciones, por parte del juez de lo mercantil, de acuerdos hechos antes del inicio del concurso; lo que, visto desde la óptica que nos interesa, puede ser considerado como un *vulnus* para las expectativas de los *junior creditors*.

b3) Queda la incertidumbre de la valoración de una gran empresa. Son tantas y tales las variables que entran en juego que se ha llegado a definir tales valoraciones como nada más que «conjeturas basadas en estimaciones» («*a guess compounded by an estimate*») ³⁵; y cuando falta un test de mercado (como el ofrecido, por ejemplo, por una subasta pública), la valoración del juez puede variar, de la que puede ser expuesta por las varias categorías de los acreedores, abriendo el campo a la negociación entre las mismas. Negociaciones que –bajo la amenaza de una devaluación de la empresa por parte de los expertos nombrados por el juez de lo mercantil–, que permitirían a un tercero adquirir el control de la misma a un precio no suficiente para cubrir íntegramente a los acreedores de rango más elevado; o, al contrario, una sobrevaloración que, en caso de falta de adquirentes, llevaría a una distribución (considerada excesiva por los *senior creditors*) de las acciones de la sociedad «saneada» también a favor de los *junior creditors* –pueden llevar, también en virtud de las incertidumbres, que se han citado, unidas a la localización del *residual owner*, a una compensación *parcial* de ambas categorías de los acreedores ³⁶–.

³⁵ Según D. G. BAIRD/D. S. BERNSTEIN, *Absolute Priority*, *op. cit.*, pg. 1942 la frase se ha atribuido a P. Coogan. Los autores citan (pg. 1943) una frase de F. BLACK (*Noise*, en 41 *J. Fin.*, 1986, pg. 533), según la cual «*all estimates of value are noisy*».

³⁶ Sobre todos estos puntos v. D. G. BAIRD/D. S. BERNSTEIN, *Absolute Priority*, *cit.*, pgs. 1945-1952. Entre los varios acuerdos que pueden existir entre las diversas categorías de los acreedores, particularmente interesante es el basado en el c.d. *Forced sale Model* (ampliamente conocido en el Derecho de Sociedades). Los *senior creditors* ofrecen el 100% del capital de la sociedad deudora a los *junior creditors* a un precio equivalente al total del monto de los créditos contraídos por ellos y admitidos a trámite; si éstos últimos creen que la empresa vale más, entonces podrán satisfacer íntegramente a los acreedores de rango superior y convertirse en titulares exclusivos de la empresa; si, en cambio, creen que la empresa vale menos, entonces saldrán del proceso sin recibir nada (como sucedería aplicando la *absolute priority rule*). Tal procedimiento, que toma el nombre de «*Texas Shootout*», tiene el propio límite en lo que presupone la disponibilidad, por parte de los *junior creditors*, del capital suficiente para ejercitar la opción de compra (lo que en la práctica es poco probable).

El contenido de los acuerdos puede ser muy variado: últimamente parece afirmarse, en la práctica, el mecanismo a través del cual a los *senior creditors* se les atribuyen los *convertible preferred stocks*, mientras que a los *junior creditors* se les asignan las *common stocks* de la sociedad saneada. En tales acuerdos se prevé un plazo fijo en el que o la sociedad devuelve el valor de las *preferred stocks* a los *senior creditors* (valor de norma igual al importe de los créditos admitidos en el proceso más una cuota a título de riesgo), o salta la conversión, con el consiguiente cambio en el control de la sociedad y exclusión de derecho de los *junior*³⁷.

B. Por lo dicho se deduce que: a) cuando el valor de una empresa es cierto, el respeto de la *absolute priority rule*, a través de la cesión directa o indirecta de los *assets* del deudor, no admite –por norma– ninguna desviación; b) en caso de valor incierto de la empresa (dependiente, esencialmente, de la volatilidad de los futuros y eventuales flujos de caja generados por la empresa saneada), las negociaciones entre las diversas clases de acreedores pueden llevar a un resultado que no respeta la *absolute priority rule*, pero que se considera conveniente para los interesados.

La práctica ha registrado casos en los que las desviaciones de la *absolute priority rule* no derivan del reconocimiento de valor para los *junior creditors*, que son «excluidos» (*froze out*) de las negociaciones, sino de la posibilidad ofrecida a los viejos accionistas de permanecer en el conjunto de una sociedad saneada. De hecho es posible que los viejos accionistas sean los únicos sujetos dispuestos a querer (re)invertir en la empresa en estado de crisis³⁸; o es posible que los *manager*–accionistas tengan competencias o conocimientos tales que su mantenimiento en el conjunto de la sociedad se considere oportuno o conveniente por los *senior creditors*³⁹. El problema en este punto es el de verificar en qué hipótesis y en el respeto de qué condiciones es posible «saltar» una clase que tiene derecho y atribuir ventajas patrimoniales a sujetos que, respecto a los primeros, ocupan un rango inferior en el orden de preferencia fijado por la ley.

a) La premisa de la que hay que partir es que las situaciones de este tipo pueden verificarse sólo cuando es cierto que el valor de la empresa es insuficiente para satisfacer totalmente a los *senior creditors*. En caso contrario, ninguna negociación podría legítimamente llevar a la expulsión de los *junior creditors* a favor de los *equityholders*, impidiendo la aplicación de la *absolute priority rule*.

Si la premisa se respeta, y siguiendo lo que establece la ley, que los *senior creditors* –cualquiera que fuere el motivo que los empuje a tal decisión– re-

³⁷ D. G. BAIRD/D. S. BERNSTEIN, *Absolute Priority*, *op. cit.*, pgs. 1964-1965.

³⁸ Como sucedió en el caso *Kansas City Ry. v. Cent. Union Tr. Co.*, en 271 U.S. 445 (1926).

³⁹ Hipótesis que se verifica cada vez más en caso de concurso de pequeñas y medianas empresas.

nunciaran a una parte de los propios derechos en la empresa en crisis en beneficio de los viejos accionistas (o de cualquier otro sujeto elegido por ellos). En tales hipótesis, los primeros son los *residual owners* de la empresa, cuya disponibilidad tendría que estar exclusivamente en sus manos. El plan podría configurarse de tal forma que atribuyese un porcentaje de satisfacción a los acreedores de rango más elevado y, al mismo tiempo, reconocer algún valor a los viejos accionistas. La reacción de los *junior creditors* no podría constituir un obstáculo a la *confirmation* del plan, que tendría que considerarse al menos en este aspecto «*fair and equitable*».

b) Contra tal reconstrucción se ha alineado una parte de la jurisprudencia que, a partir de la sentencia de la *Supreme Court* en el caso *Northern Pacific Railway v. Boyd* (en vigor la *Bankruptcy Act* de 1898)⁴⁰, ha afirmado que en cualquier acuerdo concluido en el ámbito de un procedimiento de saneamiento hay que considerar los derechos contraídos por los *intermediate creditors*⁴¹. En realidad, la sentencia Boyd, aunque dirigida a corroborar la importancia del respeto de la *absolute priority rule* en el ámbito concursal, parece basarse en una equivocación. La equivocación se produce porque la *Supreme Court* parte del presupuesto de que los viejos accionistas gozan de algunos privilegios que se les reconocerían en perjuicio de los *senior creditors* obtenidos antes de la apertura del procedimiento, y dado que, abierto el concurso, el orden de las prioridades de los derechos en la empresa no puede cambiar –obstaculizando, la *absolute priority rule*– la Corte llega a la conclusión de que sin la autorización expresa de los *junior creditors* ningún «valor» puede reconocerse a los *equityholders*. El hecho es que, en caso de que los *senior creditors* sean los *residual owners* de la empresa en crisis, nadie podría impedir a éstos reservarse la titularidad exclusiva de los *assets* o de las cuotas de capital de la sociedad deudora y, cerrado el procedimiento, ceder parte de las acciones a terceros, incluidos los viejos accionistas. Pero si esto es cierto, entonces no tendría que haber ningún obstáculo a que tal distribución se haga directamente dentro del *reorganization plan*.

c) Para eludir la aplicación de la regla sancionada en el caso Boyd, la práctica ha ideado un mecanismo –utilizado hasta los umbrales del nuevo milenio– que ha permitido a los viejos *manager*– accionistas permanecer en las compañías de la sociedad saneada a pesar de una compensación parcial o incluso nula de los *junior creditors*.

En virtud de acuerdos de los *senior creditors* (pero también en ausencia de cualquier acuerdo)⁴², el *debtor in possession* presentaba un plan en el que

⁴⁰ En 228 U.S. 482 (1913).

⁴¹ Para un exhaustivo análisis de la sentencia del caso Boyd cfr. D. G. BAIRD /T. H. JACKSON, *Bargaining After the Fall*, *op. cit.*, pgs. 744 y ss.; pueden obtenerse otras anotaciones de N. L. GEORGAKOPOULOS, *New Value*, *op. cit.*, pg. 5, nt. 15.

⁴² Es obvio que aún faltando un acuerdo anterior, los accionistas mayoritarios de la sociedad en crisis que presentan un «*new value plan*» tienen que contar con el apoyo y con la confianza de, al menos, una clase de acreedores *impaired* (cuyo consentimiento, representa la *condicio sine qua non* para el *cram-down*).

los *equityholders*, frente a nuevos ingresos se convertían, una vez acabado el procedimiento, en titulares de cuotas de capital de la sociedad saneada. Planes ideados así, a pesar de la oposición de los *intermediate creditors*, obtenían previa verificación de la naturaleza *fair and equitable* de los mismos, la *confirmation* por parte de los jueces de lo mercantil (*new value doctrine* o *exception*)⁴³. Con tal fin, se pedía que los socios adquiriesen la nueva participación aportando «*money or (...) money's worth, reasonably equivalent*» al valor de las cuotas recibidas y, sobre todo, que la presencia de los socios originarios en la sociedad saneada fuese «*substantial and necessary for a successful reorganization*»⁴⁴.

El punto neurálgico de la cuestión residía en que el valor de las acciones adquiridas a través de las nuevas asignaciones por los originarios *equityholders* se fijaba unilateralmente en el interior del plan, «*at the lowest price that the debtor could persuade the bankruptcy court to approve*»⁴⁵.

d) Tal como fue entregada, la *new value doctrine* (o *exception*) no ha resistido aún el examen que –a la luz de la *absolute priority rule*– ha hecho la Corte Suprema en el caso *Bank of America National Trust and Saving Association v. 203 North LaSalle Street Partnership*⁴⁶. La Corte, tras haber evidenciado la falta de adecuación de los jueces de lo mercantil –debida a las escasa información que poseen– para valorar la corrección del precio ofrecido por los originarios *equityholders* para la adquisición de acciones (o cuotas) de la sociedad saneada, ha afirmado que la fijación del precio de compra por parte del *debtor in possession*, en el momento en el que él tiene la legitimación exclusiva de la presentación del plan, viola el § 1129(b)2(B)(ii) –la norma que, como se ha dicho, fija la *absolute priority rule* si no se acompaña por un test de mercado⁴⁷–. En otras palabras y especificando: en caso de que el plan prevea el mantenimiento de cuotas de capital por encima de los viejos accionistas como consecuencia de los nuevos ingresos, en presencia de una clase de acreedores disidentes, el *cram-down* puede ser impuesto sólo cuando «*a reasonable opportunity to purchase the new equity interest were available to other inves-*

⁴³ La doctrina de la «*new value exception*» ha seguido los pasos de la sentencia de la Corte Suprema en el caso *Case v. Los Angeles Lumber Products Co., Ltd* [en 308 U.S. 106 (1939)].

⁴⁴ Sobre la importancia del requisito de la contribución en dinero o en bienes equivalentes, cfr. W. J. BLUM/S. A. KAPLAN, *The Absolute Priority Doctrine in Corporate Reorganizations*, en 41 *U. Chi. L. Rev.*, 1974, pgs. 651 y ss.; sobre la interpretación jurisprudencial de los términos «*new*», «*substantial*», «*necessary*», «*reasonably equivalent*» y «*money or money's worth*», cfr. R. A. PEEPLES, *Staying In, op. cit.*, pgs. 78-96.

⁴⁵ B. E. ADLER/G. G. TRIANTIS, *The Aftermath of North LaSalle Street*, en 70 *U. Cin. L. Rev.*, 2002, pg. 1226.

⁴⁶ En 526 U.S. 434 (1999).

⁴⁷ Cfr. N. L. GEORGAKOPOULOS, *New Value*, cit., pg. 1 «*After laSalle, new value plans must meet a market test*». Hay que subrayar que la Corte parece haberse inspirado en el artículo citado (*New Value, Fresh Start*, en 3 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 1997, pg. 125, citado por la misma sentencia en pg. 446 del repertorio).

tors»⁴⁸. Para la Corte estadounidense es indispensable que se abra una subasta competitiva para la fijación del precio de las acciones de la sociedad saneada⁴⁹.

Como se ha señalado en la doctrina, el test de mercado no sólo juega en la dirección del respeto de la *absolute priority rule*, permitiendo evitar que los dirigentes exterioricen, en perjuicio de los acreedores titulares de posiciones *senior*, los costes de una reorganización ineficaz⁵⁰. El *market test* sería también hipotéticamente aconsejable cuando el plan prevea la distribución de acciones a favor tanto de los acreedores como de los viejos accionistas,

⁴⁸ También en dicha circunstancia, como en el caso Boyd, pueden adelantarse críticas a la sentencia de la Corte Suprema, no tanto por el resultado final al que llega –es decir, la necesidad del *market test* para la atribución de las cuotas de capital de la sociedad saneada– sino al razonamiento que está en la base. La Corte, de hecho, pone como base de su propia decisión una interpretación poco plausible de las palabras «*on account of*» contenidas en el § 1129(b)(2)(B)(ii). Mientras, la interpretación literal y sistemática de esta frase debería darle el sentido de «como pago de» o «en compensación de» o «a cambio de» (interpretada de esta forma la norma excluye que en presencia de una clase de acreedores disidentes se pueda proceder al *cram down* cuando a los viejos socios les es reconocido en el plan algún derecho económicamente valorable), la Corte le asigna en cambio el sentido de «en virtud de» (*because of*), dando preferencia a la posición de los *equityholders* en el seno del procedimiento (es, por lo tanto, la legitimación exclusiva a la proposición del plan, la que según el razonamiento de la Corte, impide la fijación unilateral del precio de adquisición de las acciones) «*If the price to be paid for the equity interest is the best obtainable, old equity does not need the protection of exclusiveness (unless to trump an equal offer from someone else); if it is not the best, there is no apparent reason for giving old equity a bargain. There is no reason, that is, unless the very purpose of the whole transaction is, at least in part, to do old equity a favor. And that, of course, is to say that old equity would obtain its opportunity, and the resulting benefit, because of old equity's prior interest within the meaning of subsection (b)(2)(B)(ii). Hence it is that the exclusiveness of the opportunity, with its protection against the market's scrutiny of the purchase price by means of competing bids or even competing plan proposals, renders the partners' right a property interest extended "on account of" the old equity position and therefore subject to an unpaid senior creditor class's objection*» [en 526 U.S. 456 (1999)].

Para una crítica al planteamiento de la Corte (pero no al resultado alcanzado por ésta) cfr., B. E. ADLER/G. G. TRIANTIS, *The Aftermath*, *op. cit.*, pgs. 1229 y ss.

⁴⁹ En la doctrina se han propuesto varios «mecanismos» o «modelos», basados en un test de mercado y que respetan la APR para valorar la empresa. Entre estos particularmente interesantes son los elaborados por B. E. ADLER/ I. AYRES, *A Dilution Mechanism for Valuing Corporations in Bankruptcy*, en 111 *Yale LJ*, 2001-2002, pgs. 83-150 (que desarrollan un modelo anterior elaborado por R. M. DAINES/J. D. HANSON, *The Corporate Law Paradox: The Case for Restructuring Corporate Law*, en 102 *Yale LJ*, 1992, pgs. 577 y ss., que a su vez, retoman las ideas de F. H. EASTERBROOK/D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, 1991) y por L. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganization*, en 101 *Harvard L. Rev.*, 1988, pgs. 775-804.

⁵⁰ B. E. ADLER/G. G. TRIANTIS, *The Aftermath*, *op. cit.*, pg. 1239. En otro escrito B. E. ADLER (*The Law of Last Resort*, en 55 *Vand. L. Rev.*, 2002, pg. 1691), resalta cómo los titulares de posiciones *junior* (ya sean acreedores o poseedores de cuotas de capital) incitan a la reorganización, aun sabiendo que la empresa no es viable, porque «*distributions in reorganizations tend to take the form of new claims or interests, which a judge may mistakenly value in favor of the juniors, while distributions in liquidations tend to be in cash, the value of which cannot be mistaken*».

sin ninguna aportación para estos últimos, con base en una sobrevaloración del valor de la empresa; o, en caso de acuerdo entre *junior creditors* y *equityholders*, para verificar si la cuota asignada a los acreedores privilegiados es, al menos, igual que el valor del bien o derecho objeto de la garantía, como se pide en el § 1129(b)(2)(A)⁵¹.

IV. TUTELA INDIVIDUAL. BEST INTEREST OF CREDITORS TEST

El análisis desarrollado en el apartado anterior ha evidenciado las tensiones que pueden surgir por efecto del sometimiento de una empresa al *Chapter 11*, entre las varias categorías o clases de acreedores (y/o socios), así como las reglas impuestas por el ordenamiento como garantía del respeto a las causas de preferencia –la primera de todas la *absolute priority rule*– y las condiciones y los límites dentro de los cuales es posible derogarlas.

Sin embargo, la solución de los «conflictos interclase» no agota la cuestión que va unida a la tutela de los intereses individuales de aquellos que ostentan derechos sobre el patrimonio del deudor. Es posible que un plan de reorganización aceptado por todas las clases de acreedores sea perjudicial para un único acreedor disidente: en tal caso, como es evidente, el acreedor (o socio) –independientemente del hecho que el plan respete o no el *absolute priority rule*– no podrá invocar la tutela ofrecida por el § 1129 (b), en cuanto tal disposición es dictada, según el *cram-down*, con el fin de imponer a una determinada clase disidente las condiciones puestas por el plan.

En tales circunstancias ayuda el § 1129(a)(7)(A), según el cual, para los fines de la *confirmation* del plan, el juez tiene que verificar, en presencia de

⁵¹ Al margen de las ventajas, en términos de eficacia, derivados de la existencia de un test de mercado para verificar la correspondencia del plan con la *absolute priority rule* (equilibrados en parte, por los costes unidos al procedimiento competitivo –lo que desaconseja adoptar dicho mecanismo en caso de crisis de modestas dimensiones–) algunas sentencias posteriores de las cortes del distrito han desatendido la regla anunciada en el caso *North LaSalle*, dependiendo del hecho de que la Corte Suprema ha apoyado la propia decisión en la interpretación de una frase concreta («*on account of*») contenida en el § 1129(b)(2)(B)(ii). De esta forma, la regla no se ha considerado aplicable *In re Zenith Electronics Corp*, donde el plan preveía la adquisición de las nuevas acciones de la sociedad reorganizada por parte de un sujeto, compuesto por un acreedor y por el *ex socio* de control, a un precio unilateralmente determinado, mientras no se distribuya ningún valor a los viejos accionistas en minoría. Estos últimos se opusieron a la *confirmation* solicitando el *market test* y reclamando, la regla ratificada en el caso *North LaSalle*. Ahora bien, la Corte desatendió la petición basándose en la consideración de que esta última regla había sido formulada en referencia a la lesión de los derechos de los *unsecured creditors*; mientras en el caso en concreto ninguna clase de acreedores había dado su voto negativo al plan, teniendo que aplicarse la norma *ex* § 1129(b)(2)(C). Fácil y correcta la crítica formulada por B. E. ADLER/G. G. TRIANTIS, *The Aftermath*, cit., pg. 1241, según los cuales «*it is hard to see why a potential violation of absolute priority on behalf of a creditor is less important to address than a potential violation on behalf of a shareholder*».

las clases de acreedores *impaired*, que «*each holder of a claim or interest of such class: (i) has accepted the plan; or (ii) will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7 of this title on such date...*»⁵².

La disposición introduce lo que se define como el «*best interest of creditors test*», del cuál se deduce que los acreedores tienen un verdadero derecho individual, no disponible por la mayoría de clase, a ser satisfechos, al menos, en la medida establecida por el procedimiento de *Liquidation*⁵³.

La tutela ofrecida por el *best interest*, como se advierte, no es siempre eficaz.

En primer lugar, la misma no se «activa» en caso de cesiones realizadas fuera del programa (lo que ha sucedido, como veremos, en el caso Lehman), dado que los términos de referencia son, por un lado, el resultado obtenible de la *Liquidation* y, por otro, el previsto por las cláusulas, precisamente, del plan de reorganización⁵⁴.

⁵² Ulteriores requisitos para la aprobación del plan (en la hipótesis de que todas las clases hayan aceptado el plan y no sea necesario proceder *cram-down*) son entre otros, que el plan haya sido propuesto «*in good faith and not by any means forbidden by law*» [§ 1129(a)(3)]; que el plan sea factible (c.d. *feasibility test*), y que, por lo tanto, no sea la antesala de la liquidación o de una ulterior intervención de saneamiento, salvo que esté expresamente previsto en el plan [§ 1129(a)(11)]; y, en fin, que se satisfagan íntegramente los *priority claims* [§ 1129(a)(9)].

⁵³ La solución adoptada por el ordenamiento norteamericano –y seguida por otros ordenamientos– es sin duda alguna compartida: si es cierto que la introducción de la regla de la mayoría responde a la exigencia de superar los problemas típicos de las acciones colectivas, en ningún caso se puede utilizar para quitar valor a los acreedores, imponiéndoles una «composición» de las relaciones patrimoniales antieconómica respecto a la alternativa ofrecida por la ejecución forzosa –aunque a través de los órganos del procedimiento, como consecuencia del *automatic stay*– sobre una parte de los *assets* de la empresa en crisis; parte de los cuales (cuya determinación depende de la composición de la masa activa y de la masa pasiva), por efecto de la insolvencia del deudor, se convierten en «titulares económicos». Resulta del todo implícita, por lo tanto, la crítica a las leyes de reforma que han interesado a nuestro ordenamiento concursal, las cuales, en el deseo de acercar la disciplina de la solución concordataria de la crisis a la del *Chapter 11* (de esto es ejemplo la posibilidad de separar en clases a los acreedores) han generado un sistema totalmente caótico, confundiendo la tutela de clase con la individual, con la consecuencia –según quién escribe, absurda– de que en Italia el acreedor disidente que quiera oponerse a la homologación del acuerdo aduciendo la falta de conveniencia de la propuesta respecto a la hipótesis liquidatoria puede hacerlo (*recte*: podría hacerlo) sólo en caso de que la clase de pertenencia tenga voto negativo expreso (art. 129, co. 5 l.fall). Para una interpretación diferente de la norma citada por último se reenvía, a A. NIGRO/D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese. Le procedure concorsuali*, Bologna, 2009, pgs. 284-285, según los cuales, la oposición basada en la convivencia del acuerdo respecto a la liquidación y sucesiva repartición del activo puede ser propuesta por cualquier acreedor disidente.

⁵⁴ Se ha evidenciado justamente cómo la comparación por parte del juzgado de lo mercantil (concursal) tiene que producirse comparando «*the present value of payments under reorganization to the present value of payments under liquidation*»: así K. N. KLEE, *Adjusting Chapter 11: Fine Tuning the Plan Process*, en 69 *Am. Bankr. LJ*, 1995, pg. 551.

En segundo lugar, para alcanzar el resultado deseado el acreedor disidente tiene que demostrar que la reorganización es, respecto a éste, antieconómica, pero para hacer esto es necesario dotarse de estimaciones y valoraciones –cuyos componentes no tienen homogeneidad de intereses⁵⁵– que sólo algunos acreedores (los más fuertes) están dispuestos a pagar (dependiendo del total de la pérdida prevista)⁵⁶.

En tercer lugar, en fin, la comparación en términos de eficiencia económica de los dos procedimientos, se debe realizar en el momento de la presentación del plan, lo cual puede acontecer incluso mucho tiempo después de la declaración de apertura del *Chapter 11* (el período de exclusividad, puede ser prorrogado hasta 18 meses), con la posibilidad de que en ese momento la masa activa haya perdido gran parte de su valor de liquidación.

V. POSICIÓN DE LOS ACREEDORES DE LEHMAN BROTHERS A LA LUZ DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

El análisis de la evolución del procedimiento de *Reorganization* y el estudio de los casos de *large corporations* sometidos al *Chapter 11* en los últimos años, ofrecen las bases para intentar formular algunas hipótesis según el futuro plan de Lehman Brothers Holdings Inc. Antes es necesario mencionar brevemente los hechos que han sucedido en el período que media entre enero de 2009 y el 15 de septiembre de 2008.

A. Apenas dos días desde el sometimiento de Lehman al procedimiento de *Reorganization* (el 17 de septiembre), el propio deudor presenta una petición al juzgado concursal con la intención de fijar una audiencia para la venta de determinados *assets* de la empresa y aprobar el procedimiento de venta, según una serie de indicaciones presentes en la petición. Con este fin, se alega el contrato de cesión concluido entre Lehman Brothers Holding Inc. (y algunas empresas, en concreto Lehman Brothers Inc) y Barclays Capital Inc. (con fecha 16 de septiembre).

B. A la petición de fijación de la audiencia le sigue la orden del juzgado concursal, que ha aprobado la operación de Lehman, fijando la audiencia

⁵⁵ En concreto, el punto más controvertido concierne a la tasa de actualización a emplear para los pagos previstos en el plan de reorganización. Según una reciente sentencia de la Corte Suprema [*Till et ux. v. SCS Credit Corp.*, 541 U.S.C. 466 (2004)], dicha tasa tiene que depender, además de la falta de disponibilidad inmediata de dinero por parte de los acreedores, de la posible devaluación del dinero y, sobre todo, del riesgo de la falta de pago tras las caducidades pactadas. Al tema del reconocimiento del ensayo de descuento a aplicar en tales situaciones se dedica el trabajo TCG. FISHER/J. MARTEL, *Does it Matter How Bankruptcy Judges Evaluate the Creditors' Best-Interests Test?*, en 81 *Am. Bankr. LJ*, 2007, pgs. 497 ss.

⁵⁶ Con la consecuencia de que el acreedor tendrá que aceptar una propuesta antieconómica, cuando la diferencia entre valor de liquidación y valor de reorganización del propio crédito sea inferior a los costes, definibles genéricamente, de estimación.

el 19 de septiembre; no habiendo habido ofertas en alza, la cesión se perfecciona el 22 de septiembre⁵⁷.

C. Todo había sido preparado antes del comienzo de la crisis. De la situación creada –propiciada por el período de pánico que en ese momento atravesaba el sistema bancario americano– Barclays ha obtenido una indudable ventaja: en cuanto a los bienes materiales, la adquisición ha estado libre de todogravamen (*free and clear of liens*); en lo que se refiere a los contratos pendientes de ejecución (*executory contracts and unexpired leases*), Barclays se ha subrogado sólo en algunos de ellos, esencialmente en los funcionales para el desarrollo de la actividad de la empresa objeto de transferencia (*Capital Markets* en Estados Unidos y en Canadá; *Investment Banking businesses; equity cash trading, brokerage, dealing, trading and advisory businesses*, es decir, aproximadamente el 75% del *business* total de Lehman Brothers Inc.)⁵⁸. Todo –y es este el aspecto que más cuenta– sin ninguna estimación o valoración por parte de expertos independientes y sin control del mercado, no pudiendo considerarse como procedimiento competitivo la audiencia por subasta pública fijada a dos días de la petición y a cuatro de la *Reorganization*.

Por lo que respecta a las relaciones negociales pendientes de ejecución, destacar que Barclays, por un lado, ha excluido el 50% de toda posición relacionada con las operaciones inmobiliarias (*real estate mortgage Securities*) y, por la parte asumida, ha retenido del precio fijado por la venta 250 millones de dólares (como garantía); y, por otro lado y sobretodo, Barclays ha excluido del objeto de la cesión todas las posiciones relacionadas con operaciones sobre y con derivados (a excepción de los *exchange traded derivatives*). Las obligaciones de Lehman, incluidas las relacionadas con los contratos de garantía, asumidas por Barclays son sólo parte del total (y, si se quiere, las más saneadas); para el acreedor es necesario verificar caso por caso si, y eventualmente, en qué límites la propia posición entra entre las transferidas⁵⁹.

⁵⁷ Es interesante resaltar como, para la garantía del buen éxito de la operación, Barclays hubiese puesto como condición la conclusión del acuerdo con una cláusula que preveía la indemnización de los daños sufridos por el propio Barclays por efecto de una eventual falta de perfeccionamiento del contrato de venta debido a la presentación de ofertas mejores: indemnización a *forfait* fijada en 100 millones de dólares, más 25 millones como reembolso de los gastos legales (cláusula aceptada por la Corte, lo que significa que el procedimiento habría aceptado sólo ofertas superiores a la presentada por Barclays de más de 125 millones de dólares). Sobre la entidad y la incidencia de los gastos legales en el coste total del procedimiento de *Reorganization* cfr., S. J. LUBBEN, *Corporate Reorganization & Professional Fees*, en 82 *Am. Bankr. LJ*, 2008, pgs. 77 y ss.

⁵⁸ Al respecto hay que decir que en el contrato de cesión originario se prevé una cláusula que permite a Barclays decidir en un segundo momento qué contratos en curso de ejecución sustituir. Desde la venta a hoy Barclays ha ejercitado ya en varias ocasiones tal facultad.

⁵⁹ El precio de cesión se ha fijado así: aproximadamente 1.7 millones de dólares en efectivo; asunción de responsabilidades específicas y obligaciones que gravan sobre Lehman (*liabilities*), relacionadas con las actividades y los contratos en los que ha subentrado Barclays; asunción de las obligaciones de empresas surgidas tras el sometimiento al *Chap-*

D. Del contrato de cesión se ha quedado fuera –en parte– el *Investment Management Divisio (IMD Business)* de Lehman Brothers Inc., objeto de transferencia fuera del plan. De hecho el 29 de septiembre Lehman Holdings (y algunas empresas asociadas) cerraron un acuerdo con IMD Parent LLC, por un precio estimado de aproximadamente 2.15 millones de dólares. En el proceso de venta, del 3 diciembre 2008, ganó NBSH Acquisition, LLC.

E. Esto es, en síntesis, lo que sucedió durante el primer período del procedimiento. De reorganización, nada, confirmándose de esta forma el *trend* del que se hablaba al principio (y que haciendo un inciso, parece haber sido sugerido también por nosotros, en el ámbito del procedimiento de administración extraordinaria, con el caso Alitalia). Naturalmente, también en ésta ocasión el juez ha actuado teniendo en cuenta el mejor derecho para aquellos a los que les correspondía y, en particular, para los acreedores, considerando, según un convencimiento consolidado, que «*for large firms, the cost of Chapter 11 reorganization is small relative to the costs of other types of sales*»⁶⁰.

Lo que sorprende es que la liquidación por parte de Lehman Holdings (y de sus sociedades participativas, *in primis* Lehman Brothers Inc) se ha concluido antes y fuera del plan de reorganización: no se trata del «*liquidating plan*» que menciona el § 1123(b)(4). Habría que preguntarse porqué no se ha producido la conversión del procedimiento en *Liquidation*. En referencia a este punto, hay que decir que algunos jueces concursales, en casos similares, han rechazado proceder a las ventas fuera del plan de reorganización y han optado por la conversión⁶¹; la jurisprudencia dominante es propensa a considerar lícita esta forma de cesión y excluir la necesidad –y, en algunas circunstancias, la oportunidad– de proceder a la conversión. En particular, se ha evidenciado cómo la apertura de la liquidación en sustitución de la *reorganization* implica costes añadidos, no justificados por ninguna razón objetiva, como por ejemplo, el que deriva de la retribución de la administra-

ter 11 y relativas, obviamente, a los *assets* transferidos; carga de los costes, estimados casi en 2.5 millones de dólares, relativos a los trabajadores de Lehman Brothers Inc., que mantuvieron su puesto durante 3 meses (desde el 1 de octubre hasta el 31 diciembre de 2008).

⁶⁰ Así D. G. BAIRD, *The Importance of Priority*, en 82 *Cornell L. Rev.*, 1997, pg. 1431, retomando un concepto de L. A. WEISS, *Bankruptcy Resolution*, *op. cit.*, pgs. 288-289, que evidencia que costes del procedimiento de *Reorganization* cubren el 5% del valor de la empresa (para las empresas de grandes dimensiones; el porcentaje aumenta considerablemente en caso de empresas de dimensiones pequeñas-medianas), debiendo añadirse que BAIRD está entre los más tenaces defensores de la eliminación del proceso de *Reorganization* para las grandes empresas, considerando más conveniente para los intereses la vía de la cesión, al precio de mercado de los *assets* de la empresa en crisis.

⁶¹ Cfr. la jurisprudencia en R. L. EPLING, *Proposal for Equality of Treatment for Claims in Chapter 7 and Claims in a Liquidating Chapter 11 Case*, en 4 *Bankr. Dev. J.*, 1987, pg. 401, nt. 10 y 11.

ción concursal (*Trustee*)⁶². En el caso en concreto, no hay que olvidar que el grupo Lehman tiene régimen de *administrative consolidation*, que permite ahorros de gastos y de tiempo, además de una mayor eficiencia en las operaciones de cesión.

F. En este punto, surge un interrogante: ¿cómo tendrá que estructurarse el plan teniendo en cuenta que una parte de la entidad queda fuera de la eventual reorganización?

a) Es probable que el plan, aparte de «colocar» (incluso mediante la cesión directa a favor de los *secured creditors*) lo que sobra tras las transmisiones ya realizadas, se estructure como un *programa de reparto* de lo obtenido por la liquidación ya satisfecha. Para hacer esto, el deudor tendrá que proceder a una clasificación de los acreedores, subdividiéndolos con base en el grado de preferencia en la satisfacción de los créditos [pero en este caso la operación es más compleja, siendo necesaria una individualización de elementos comunes para que queden en una única clase los acreedores que entre sí son «similares», § 1122(a)]. Tendremos así a los acreedores que ostenten causas legítimas de prelación, por un lado; acreedores quirografarios, por otro; y titulares de cuotas de capital en otro diferente. En el interior de estas macrocategorías tendremos los *senior* y los acreedores *junior* (o subordinados); así como en el interior de los accionistas, tendremos a los privilegiados y a los ordinarios.

b) Por lo que respecta a la *satisfacción de los acreedores*. Partiendo de que los datos a disposición no son obviamente suficientes para dar una imagen precisa de la situación del grupo Lehman, se puede afirmar que la venta de una cuota de la masa activa al abrigo de la apertura del procedimiento y fuera del plan implica que: a) el valor de lo que queda de la empresa es más fácilmente determinable, salvo si se verifica que aún exista, al finalizar el procedimiento, una Lehman Brothers Holdings Inc. «saneada»⁶³; b) por consiguiente, el espacio para posibles negociaciones entre las varias categorías de interesados se reestructura; c) ningún incentivo parece subsistir según la permanencia de los *manager*-accionistas en el seno de la Lehman (de lo que, eventualmente, quedaría de ella) «reorganizada». En conclusión, todo parece indicar que no haya desviaciones de la *absolute priority rule*.

⁶² Cfr. R. L. EPLING, *op. loc. ult. cit.* Hay que observar, por lo general, que en el momento del comienzo del procedimiento la comparación entre *Liquidation* y *Reorganization* no puede ser aproximada, tal y como ha sido destacado por la doctrina, «*In a Chapter 7 proceeding the sale is real; in a Chapter 11 proceeding the sale is hypothetical*» (así D.G. BAIRD, *The Uneasy Case for Corporate Reorganizations*, en 15 J. *Legal Stud.*, 1986, pg. 127).

⁶³ Es posible que al final del procedimiento Lehman desaparezca, o continúe pero con las características esenciales cambiadas, como le sucedió en el pasado a Viatel, admitida en el *Chapter 11* como empresa internacional de comunicaciones de larga distancia, con sede en New York y con más de 2.000 trabajadores y, al final del procedimiento con sólo 73 trabajadores, sita en Inglaterra y con la actividad limitada a la venta de fibras ópticas (sobre este punto cfr. D. G. BAIRD/ R. K. RASMUSSEN, *Chapter 11 a Twilight*, cit., pg. 680).

c) Intentando traducir en términos numéricos lo que se ha observado hasta aquí y con base en los datos a disposición parece posible afirmar que:

– a los titulares de *cuotas de capital* (sean acciones privilegiadas o acciones ordinarias) no se les distribuirá nada;

– lo mismo, presumiblemente, les pasará a los acreedores quirografarios *subordinados*; en verdad, el importe de las sumas de las recaudaciones de las mismas, y sobre todo la enorme cuantía de los *senior notes* emitidas, dejan prever un futuro poco prometedor para los titulares de dichos títulos;

– el activo parece suficiente para cubrir el total de los *secured claims* y en proporción, los quirografarios (por lo tanto, incluidos los titulares, entre estos, los *senior*, que se beneficiarán también de los repartos correspondientes a los poseedores de *subordinated bonds*); la compensación podrá ser en dinero o a través de la asignación de nuevos títulos de deuda o de acciones de la sociedad saneada.

G. Queda establecer qué les pasa a las garantías prestadas por Lehman Brothers Holdings (especialmente las relacionadas con los títulos emitidos por las sociedades europeas controladas), para las que no haya habido una «sucesión» o de uno de los adquirentes de los que se ha hablado anteriormente. Para tal fin es necesario distinguir según la garantía sea a primer requerimiento o necesite, para poder ser activada, la previa excusión del deudor garantizado. En el primer caso es evidente que la simple petición transforma en líquido y exigible el crédito a Lehman, con la consiguiente posibilidad de ser admitidos en el pasivo por el importe correspondiente (a día de hoy no se ha fijado el último plazo para la petición de admisión en el pasivo del procedimiento).

En el segundo caso, que es el que más interesa, hay que decir que la prestación de garantía no representa –hasta que no se verifique el acto que determina la activación de la misma– un pasivo actual para Lehman. Esto significa que el acreedor beneficiario de la garantía podrá presentar demanda ordinaria de admisión al pasivo si el deudor ha devenido insolvente (como ha sucedido con la sociedad participada holandesa), o ocupar la posición de acreedor sometido a condición suspensiva (*contingent claim*), cuando no haya prescrito la obligación principal, en cuyo caso será satisfecho una vez se verifique el evento (siempre que el plan prevea cierta forma de satisfacción para la clase de los acreedores al que pertenecen los titulares de dichas garantías).

H. Lo expuesto aquí no tiene nada que ver, obviamente, con las eventuales acciones de responsabilidad que podrían afectar a Lehman o, más ventajosamente, a las sociedades de calificación o a los intermediarios que han realizado la inversión, por haber transmitido al mercado informaciones falsas o erróneas antes de la apertura del procedimiento, teniendo como base los

títulos emitidos por la propia Lehman o aquellos por los que esta última haya otorgado una garantía⁶⁴.

Se ha dicho que las acciones más rentables serían, donde se diesen los presupuestos, aquellas contra las sociedades de calificación o rating o contra los intermediarios, en tanto –además del hecho de que Lehman sea insolvente– en el sistema concursal norteamericano hay una regla contenida en el § 510(b), según la cual, en caso de que una operación de adquisición/venta⁶⁵ de títulos esté viciada por la conducta *contra legem* del emisor (caso clásico, por falsas, inexactas o reticentes informaciones), el crédito para la indemnización de los daños sufridos por el inversor, asume, en el procedimiento al que la sociedad emitente está sometida, una posición subordinada⁶⁶. En concreto, sitúa la disposición del crédito por daños (o el reembolso) que deriva de la operación ilícita con el rango inmediatamente inferior al propio del instrumento financiero objeto de la adquisición (o de la venta). De esta forma, si el objeto de la adquisición hubiesen sido las obligaciones del deudor no garantizadas, el crédito del adquirente para los daños de la sucesiva declaración de invalidez o de ineficacia de la operación de inversión podría satisfacerse en el del concurso sólo tras el pago íntegro ya sea de los acreedores privilegiados como de los titulares de créditos de rango igual al reconocido a los portadores de obligaciones de la misma especie. La excepción a este sistema está representada por las operaciones que tienen por objeto acciones ordinarias; ante tal hipótesis, el crédito por los daños derivados de

⁶⁴ Sobre el punto hay que observar cómo la crisis de Lehman era ya conocida en los ambientes financieros; y todo esto antes de la petición de sometimiento al *Chapter 11*. Para convencerse es suficiente leer el artículo de P. COHAN, titulado, *Is Lehman Brothers next?*, de 15 de marzo 2008 y disponible en el sitio <http://www.bloggingstocks.com/2008/03/15/is-lehman-brothers-next/>. En este artículo se evidencia cómo la crisis de Bear Stearns no era un caso aislado, y que –también con base en las noticias publicadas por la agencia Reuters– la propia Lehman Brothers podría ser la siguiente víctima de la oleada de crisis. En concreto, además de hacer referencia a rumores de los ambientes financieros, se señalaba como *«the cost of protecting Lehman's obligations against default for five years surged to 465 basis points, or \$465,000 a year per \$10 million protected, from \$400,000 the day before»*. Que el riesgo de *default* fuera alto no era un misterio.

⁶⁵ Por lo general, las operaciones que dan lugar a créditos resarcitorios son las de la venta de acciones por parte de la sociedad sometida a procedimiento, en las que el precio es alterado por las informaciones falsas dadas por la propia sociedad emisora. Es también posible que el crédito por los daños pueda derivar de una operación de (re)adquisición de acciones propias por parte de la sociedad: *«if a shareholder sells shares back to the corporation while the corporation fraudulently depresses the price, the fraud claim arising from the sale will be subordinated»* (así, N. L. GEORGAKOPOULOS, *Strange Subordinations: Correcting Bankruptcy's § 510(b)*, en 16 *Bankr. Dev. J.*, 1999-2000, pg. 102).

⁶⁶ § 510(b): *«For the purpose of distribution under this title, a claim arising from rescission of a purchase or sale of a security of the debtor or of an affiliate of the debtor, for damages arising from the purchase or sale of such a security, or for reimbursement or contribution allowed under section 502 on account of such claim, shall be subordinated to all claims or interests that are senior to or equal the claim or interest represented by such security, except that if such security is common stock, such claim has the same priority as common stock»*.

la falta de conclusión de la operación se exige por la Ley al mismo nivel que los titulares de acciones comunes, de forma que el eventual activo residual, una vez satisfechos totalmente los acreedores, tendría que ser distribuido, proporcionalmente, entre los accionistas y los titulares de los créditos *ex* § 510(b)⁶⁷.

I. Concluyendo, lo que más sorprende de la gestión del caso Lehman es la formidable rapidez dada al procedimiento de gestión de la empresa en crisis y por el juez (pensemos que el grueso de la liquidación se ha concluido a sólo 7 días de la apertura del proceso)⁶⁸: rapidez que, por un lado, ha producido efectos positivos (continuación de las relaciones en curso por parte de los sujetos solventes; mantenimiento temporal de los puestos de trabajo; contención del efecto de desconfianza; etc), pero por otro, parece haber reducido sensiblemente las garantías previstas por el ordenamiento a favor de los que tienen derecho sobre el patrimonio del deudor, ante la

⁶⁷ La justificación que se da a la disposición que consideramos es que si se permitiese al titular de instrumentos financieros insinuar su crédito (por daños o por la devolución) como cualquier otro acreedor ordinario, se permitiría al mismo participar en el concurso en una situación de menor riesgo respecto a la que ha asumido contratando con la sociedad emitente. Por otro lado, se sostiene que los riesgos unidos a una eventual declaración de invalidez (o de ineficacia) de las operaciones de colocación de los instrumentos financieros y las consecuencias de los créditos por daños no tienen que gravar a los acreedores originarios, puesto que estas operaciones están dirigidas a los titulares de instrumentos financieros, no «monitorizados» por los primeros. Sobre este punto cfr. J. J. SLAIN/H. KRIPKE, *The Interface Between Securities Regulation and Bankruptcy—Allocating the Risk of Illegal Securities Issuance Between Securityholders and the Issuer's Creditors*, en 48 *N. Y. L. Rev.*, 1973, pgs. 261 y ss. El asunto del cual parten los dos autores –cuyo ensayo ha inspirado la redacción del § 510(b)– es que la posición de quien adquiere acciones de la sociedad en crisis no puede, en un segundo momento y por efecto de una pronunciamiento judicial –que verifica, por ejemplo, que el precio de compra había sido «hinchado» a través de informaciones dadas por el propio deudor después sometido al procedimiento concursal– ser la misma de los acreedores ordinarios en cuanto «*Allowing equityholders to become creditors gives them the best of both worlds: a claim to the upside and participation with creditors in the downside. If the firm performs well, the increase of its value benefits shareholders exclusively. If the firm fails, shareholders receive fraud claims with which they still get a portion of the value of the failed firm, sharing with the creditors.*». La norma no ha dejado de levantar críticas, incluso duras, por parte de la doctrina norteamericana, especialmente con referencia, por un lado, a las operaciones que tenían como objeto instrumentos financieros emitidos por las sociedades controladas por otro, a las adquisiciones hechas por los «*innocent passive investors*» y, por otro, a las operaciones de (re)adquisición por parte de la sociedad deudora. Sobre este punto cfr. N. L. GEORGAKOPOULOS, *Strange Subordinations*, *op. cit.*, pgs. 94-95 y 113; K. B. DAVIS, *The Status of Defrauded Securityholders in Corporate Bankruptcy*, en *Duke LJ*, 1983, pgs. 4-8; R. J. STARK, *Reexamining the Subordination of Investor Fraud Claims in Bankruptcy: A critical Study of In re Granite Partners, L. P.*, en 72 *Am. Bankr. LJ*, 1998, pgs. 497 y ss.

⁶⁸ Que el factor tiempo haya sido determinante para los fines de la cesión a favor de Barclays surge claramente de la orden de la Corte del 19 de septiembre, en la que se lee «*The Sale must be approved and consummated promptly in order to preserve the viability of the businesses subject to the sale as going concerns, to maximize the value of the estates. Time is of the essence in consummating the Sale*» (punto U).

imposibilidad objetiva de organizarse para tutelar sus causas más favorablemente⁶⁹. El resultado de esta carrera de «rebajas de fin de temporada» de Lehman es que, por un lado, se han eliminado las posibles negociaciones entre las diferentes categorías de acreedores, incluidas las dirigidas a intentar el saneamiento de la empresa, lo que, por otra parte hace dudar de la efectiva consistencia de la masa activa (declarada equivalente a poco menos de 640 millones de dólares); y por otro lado, ha sido «esterilizada» (al menos por la parte de activo cedida) ya sea la tutela de clase ya sea la individual, ambas, ancladas en el momento de presentación del plan.

Cierto, se podría decir que el mantenimiento de la confianza en el mercado financiero americano e internacional puede justificar (justificación que, de hecho, surge entre las justificaciones de la Corte que ha aceptado los términos de la cesión a favor de Barclays) también «manipulaciones» funcionales de los procedimientos concursales; pero, si tales manipulaciones se resuelven en una sustracción de valor económico a los acreedores (esencialmente inversores), entonces es evidente que las mismas pueden transformarse en un momento posterior en un auténtico *boomerang*, incluso a los fines de la salvaguardia del «bien» confianza.

⁶⁹ Baste pensar el poco tiempo (2 días) que ha transcurrido entre la petición y la fijación de la audiencia por subasta pública en el que se ha procedido a la adjudicación de los *assets* a favor de Barclays. Tiempos muy reducidos que no permiten ni tan siquiera el respeto de los plazos ordinarios de notificación: esta última, excepción justificada por el Tribunal «*in light of the exigent circumstances of these cases and the wasting nature of the Sellers' assets*».

