



VNiVERSiDAD D SALAMANCA

TESIS DOCTORAL

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS
CON ESPECIAL REFERENCIA A LOS DERECHOS ESPAÑOL Y CHILENO

ELABORADA POR:

Juan Luis Goldenberg Serrano

DIRIGIDA POR LOS PROFESORES DOCTORES

D^a. Mercedes Curto Polo
D. José Ramón García Vicente

DEPARTAMENTO DE DERECHO PRIVADO

Salamanca, 2010

UNIVERSIDAD DE SALAMANCA

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO PRIVADO

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS
CON ESPECIAL REFERENCIA A LOS DERECHOS ESPAÑOL Y CHILENO

TESIS DOCTORAL presentada por
Juan Luis Goldenberg Serrano para
optar al grado de Doctor, bajo la
dirección de los Profesores Dra. D^a
Mercedes Curto Polo y Dr. D. José
Ramón García Vicente.

Fdo.: Juan Luis Goldenberg Serrano

Vº Bº de los Directores

Fdo.: Mercedes Curto Polo

Fdo.: José Ramón García Vicente

Salamanca, 2010

“El derecho en general—y el Derecho civil en especial—no es y no puede ser una creación fortuita o caprichosa del legislador, puesto que sirve para garantizar, según la justicia, los intereses y derechos de todos contra el eventual arbitrio de cada uno, pero ha de tener «sustancia de necesidad moral», además de su carácter imperativo: si los hombres tienen el arbitrio de dejar de ser libres cuando acuerden vincularse, el legislador ha de cuidar de que la libertad de uno al actuar no viole la misma libertad de otro. Por ello debe resolver con dignidad (y respetando en general la dignidad del prójimo) la difícil tarea a que secularmente vienen atendiendo legisladores y juristas de establecer cómo ha de resolverse la controversia, dictando no una solución única, sino la que más se adapte a la intención de los particulares y a la índole de la relación según aquella certeza moral a que es necesario obedecer cuando se quiere que el ciudadano sienta el deber de observar la ley positiva y no sea constreñido a someterse a ley diversa.”

Giuseppe Stolfi (1959): Teoría del Negocio Jurídico (traducc. Jaime Santos Briz), Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, p. xx.

A Tatiana, José Tomás y Amelia Paz

ÍNDICE

ÍNDICE	I
ABREVIATURAS	VII
INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO I: DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y PERSPECTIVA HISTÓRICA	7
1. Delimitación conceptual	7
1.1. <i>Antecedentes para la construcción del concepto</i>	<i>7</i>
1.2. <i>Concepto y extremos fundamentales para la comprensión de los negocios de subordinación.....</i>	<i>18</i>
1.3. <i>Aclaraciones terminológicas</i>	<i>20</i>
2. Distinciones preliminares	23
2.1. <i>Distinción de la subordinación voluntaria con los acuerdos postergatorios: el problema de la calificación jurídica de la “subordinación completa”</i>	<i>23</i>
2.1.1. <i>La idea de la “subordinación completa” en la doctrina tradicional.....</i>	<i>25</i>
2.1.2. <i>Nuestra posición: el ámbito de aplicación de la subordinación voluntaria restringida a las reglas de prelación de créditos</i>	<i>31</i>
2.1.3. <i>Configuración práctica de los acuerdos de postergación.....</i>	<i>39</i>
2.2. <i>Distinción de la subordinación voluntaria de los acuerdos de posposición de rango</i>	<i>42</i>
3. Perspectiva histórica	46
3.1. <i>El nacimiento de los negocios de subordinación en los Estados Unidos de América</i>	<i>47</i>
3.2. <i>Internacionalización y reconocimiento normativo particular: las financiaciones subordinadas emitidas por las entidades de crédito y el préstamo participativo</i>	<i>51</i>
3.3. <i>Reconocimiento normativo general.....</i>	<i>57</i>
CAPÍTULO II: OBSTÁCULOS TRADICIONALES A LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA.....	65
1. Introducción	65
2. La subordinación voluntaria como alteración de las reglas de prelación de créditos .67	
2.1. <i>Planteamiento tradicional: la igualdad de trato como principio y finalidad del concurso.67</i>	
2.2. <i>Revisión del planteamiento tradicional de la “par condicio creditorum”</i>	<i>74</i>

2.3.	<i>Nuestra posición: la necesidad de coordinación de los créditos en el ámbito del concurso</i>	81
2.3.1.	La insuficiencia patrimonial como fuente del conflicto de intereses y de la necesidad de coordinación.....	82
2.3.2.	Las normas de coordinación como expresión de una valoración previa al proceso concursal y el principio de neutralidad	85
2.4.	<i>La lógica de la distribución proporcional como regla general de coordinación de los créditos en el ámbito del concurso</i>	86
3.	Sobre la disponibilidad o imperatividad de las reglas de prelación de créditos	91
3.1.	<i>La disponibilidad de la regla de distribución proporcional</i>	92
3.2.	<i>El concepto de preferencia crediticia y la extensión del principio de legalidad</i>	105
3.2.1.	Planteamiento general.....	105
3.2.2.	Estado actual de la comprensión de las preferencias del crédito	106
3.2.3.	Elementos para la construcción de un concepto de preferencia crediticia.....	110
3.2.4.	Justificación económica de las preferencias del crédito: nuevamente el mito de la igualdad de los acreedores.....	113
3.2.5.	Sobre la lógica y extensión del principio de legalidad de las preferencias	121
4.	La subordinación voluntaria y la responsabilidad patrimonial universal	125
CAPÍTULO III: NATURALEZA JURÍDICA		129
1.	Premisas	129
1.1.	<i>La subordinación como efecto</i>	130
1.2.	<i>La subordinación como elemento accesorio al crédito</i>	132
1.3.	<i>La subordinación voluntaria como traspaso del valor relativo del crédito</i>	133
1.4.	<i>La subordinación cumple una función de garantía</i>	135
2.	Teorías sobre la naturaleza jurídica de la subordinación voluntaria	137
2.1.	<i>Criterios de clasificación</i>	137
2.2.	<i>Teorías basadas en la falta de exigibilidad del crédito subordinado</i>	139
2.2.1.	Crédito suspensivamente condicionado al pago del crédito beneficiario.....	142
2.2.2.	Remisión condicional de la deuda.....	144
2.2.3.	<i>Pactum de non petendo</i>	151
2.3.	<i>Teorías basadas en la posición del crédito beneficiario respecto al crédito subordinado</i> ..	155
2.3.1.	Negociación del rango.....	157
2.3.2.	Preferencia convencional	159

2.4.	<i>Teorías basadas en la subordinación voluntaria como simple obligación convencional</i> ..	161
2.4.1.	La subordinación voluntaria como obligaciones de no hacer y de dar	162
2.4.2.	El necesario complemento de la estipulación a favor de tercero.....	165
2.5.	<i>Teoría de la renuncia al derecho a la distribución proporcional</i>	168
2.5.1.	La regla de distribución proporcional como “derecho subjetivo”	170
2.5.2.	La subordinación voluntaria únicamente como negocio jurídico unilateral	172
3.	Nuestra posición: la subordinación como exclusión voluntaria de la regla de proporcionalidad	175
3.1.	<i>Sobre la estructura común de los negocios de exclusión normativa y de subordinación</i> ...	175
3.2.	<i>Los negocios de subordinación como exclusión voluntaria de la regla de proporcionalidad</i>	180
3.2.1.	Configuración de las normas dispositivas y su posibilidad de exclusión.....	180
3.2.2.	Función jurídica de las normas dispositivas en general y sobre la disponibilidad de la regla de distribución proporcional.....	185
3.2.3.	Función económica de las normas dispositivas en general y sobre la racionalidad de la regla de distribución proporcional.....	190
3.3.	<i>La subordinación voluntaria como expresión de la autonomía privada</i>	195
3.3.1.	Los negocios de subordinación como fuente de una nueva regla de prelación	195
3.3.2.	Sobre la excepcionalidad de las reglas de subordinación.....	199
3.3.3.	Sobre un posible control de contenidos de los negocios de subordinación	200
CAPÍTULO IV: FUNCIÓN ECONÓMICA		209
1.	Función económica de la subordinación general: los modelos de financiación subordinada	209
1.1.	<i>Introducción</i>	209
1.2.	<i>Las financiaciones subordinadas en el sistema financiero</i>	213
1.2.1.	Contexto: el fortalecimiento de los recursos propios de las entidades de crédito	213
1.2.2.	Aspectos generales de la utilización de las financiaciones subordinadas como complemento de los recursos propios en el ámbito de las entidades de crédito	220
1.2.3.	Regulaciones específicas de las financiaciones subordinadas en el ámbito de las entidades de crédito	222
1.3.	<i>Las financiaciones subordinadas fuera del sistema financiero</i>	260
1.3.1.	Situación de personas jurídicas de derecho privado.....	263
1.3.2.	Situación de las personas jurídicas de derecho público y de los concesionarios de obras públicas	272

2. FUNCIÓN ECONÓMICA DE LA SUBORDINACIÓN PARTICULAR.....	276
2.1. <i>La multiplicidad de funciones de la subordinación particular</i>	276
2.2. <i>Mecanismo de garantía en el ámbito de la financiación de personas relacionadas</i>	277
2.2.1. Régimen jurídico de los créditos de las personas especialmente relacionadas y su relación con los negocios de subordinación particular	278
2.2.2. Financiación adicional de proyectos	290
2.2.3. Reembolso de garantías personales.....	292
2.3. <i>Mecanismo de garantía en el ámbito de la financiación de empresas en crisis: la tutela del “fresh money”</i>	295
2.4. <i>La subordinación voluntaria particular en el ámbito de la adquisición de empresas: el mecanismo de la financiación intermedia o “mezzanine finance”</i>	304
2.5. <i>Los negocios de subordinación particular en el ámbito de la titulización de activos.....</i>	311
CAPÍTULO V: RÉGIMEN JURÍDICO	317
1. Introducción	317
2. Régimen extraconcursal: la posibilidad de tercería de mejor derecho	318
3. Régimen concursal	322
3.1. <i>Régimen concursal de los negocios de subordinación general</i>	323
3.1.1. Consecuencias del carácter concursal del crédito.....	323
3.1.2. Consecuencias del carácter subordinado del crédito.....	326
3.2. <i>Régimen concursal de los negocios de subordinación particular</i>	341
3.2.1. Admisibilidad de los negocios de subordinación particular	342
3.2.2. Cálculo del valor relativo del crédito particularmente subordinado	347
3.2.3. Cláusulas protectoras para el acreedor beneficiario	357
4. Efectos del pago efectuado en infracción del negocio de subordinación	362
4.1. <i>Sobre la posibilidad de revocación del pago al acreedor subordinado en infracción al negocio de subordinación</i>	363
4.2. <i>Sobre la posibilidad de solicitar una indemnización de perjuicios</i>	366
5. Oponibilidad de la subordinación al cesionario del crédito subordinado	367
6. Extinción de la subordinación	369
6.1. <i>Extinción de la subordinación pese a la subsistencia de los créditos beneficiarios y subordinados</i>	370
6.1.1. Subordinación general sujeta a modalidad extintiva.....	370
6.1.2. Sobre la posibilidad de revocación del negocio de subordinación	371

6.2. <i>Extinción de la subordinación conjuntamente con la extinción de los créditos beneficiarios y subordinados</i>	373
6.3. <i>Un supuesto especial: la nulidad de la financiación subordinada</i>	375
7. Documentación del crédito subordinado	378
CONCLUSIONES	381
ANEXO I: CUADRO COMPARATIVO DE LOS MODELOS VIGENTES DE FINANCIACIÓN SUBORDINADA EN EL CONTEXTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO	391
ANEXO II: FINANCIACIONES SUBORDINADAS EN EL SISTEMA ESPAÑOL	395
ANEXO III: FINANCIACIONES SUBORDINADAS VIGENTES EN EL SISTEMA BANCARIO CHILENO ...	401
ANEXO IV: TITULIZACIONES DE CRÉDITOS CON SERIES SUBORDINADAS INSCRITAS EN LA CNMV DURANTE EL AÑO 2009 Y EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO 2010	403
BIBLIOGRAFÍA	419

ABREVIATURAS

AAMN	Anales de la Academia Matrisense del Notariado
AA.VV.	Autores varios
<i>ABI Law Review</i>	<i>American Bankruptcy Institute Law Review</i>
<i>A.B.L.J.</i>	<i>American Bankruptcy Law Journal</i>
AC	Actualidad Civil
ADC	Anuario de Derecho Civil
ADCo	Anuario de Derecho Concursal
<i>A.E.R.</i>	<i>The American Economic Review</i>
<i>Am. L. & Econ. Rev.</i>	<i>American Law and Economic Review</i>
<i>Bank. Law J.</i>	<i>The Banking Law Journal</i>
BBTC	<i>Banca Borsa e Titoli di Credito</i>
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch (Código Civil alemán)
<i>B.U. Law Rev.</i>	<i>Boston University Law Review</i>
<i>Bus. Law.</i>	<i>The Business Lawyer</i>
CCCh	Código Civil chileno
CC	Código Civil
CCJC	Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil
CComCh	Código de Comercio chileno
CCom	Código de Comercio
Cfr.	Confrontar
CDC	<i>Cuadernos de Derecho y Comercio</i>
CE	Constitución Española
<i>Co. Lawyer</i>	<i>Company Lawyer</i>
<i>Com. L. J.</i>	<i>Commercial Law Journal</i>
<i>Commer. Lend. Rev.</i>	<i>Commercial Lending Review</i>

coord.	coordinador(es)
CT	Crónica Tributaria
dir.	director (es)
DGRN	Dirección General de los Registros y del Notariado
edit.	editores
<i>Eur. J. Law Econ.</i>	<i>European Journal of Law and Economics</i>
<i>Giur. Comm.</i>	<i>Giurisprudenza Commerciale</i>
<i>H.L.R.</i>	<i>Harvard Law Review</i>
<i>Hous. L. Rev.</i>	<i>Houston Law Review</i>
<i>I. Bus. L.</i>	<i>International Business Law</i>
<i>I.C.L.Q.</i>	<i>The International and Comparative Law Quarterly</i>
<i>I.F.L.R.</i>	<i>International Finance Law Review</i>
<i>I.J.C.B.</i>	<i>International Journal of Central Banking</i>
<i>InsO</i>	Insolvenzordnung (Ordenanza alemana de insolvencia, de 5 de octubre de 1994)
<i>J. Bus. L.</i>	<i>Journal of Business Law</i>
<i>J.F.Q.A.</i>	<i>The Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>
<i>J. Legal Stud.</i>	<i>The Journal of Legal Studies</i>
KO	Konkursordnung (Ley concursal alemana, de 1877)
<i>Law & Contemp. Probs.</i>	<i>Law and Contemporary Problems</i>
LC	Ley Concursal
LCAP	Ley de Contratos de las Administraciones Públicas
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
LSRL	Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada
<i>Mich. L. Rev.</i>	<i>Michigan Law Review</i>
<i>M.L.R.</i>	<i>The Modern Law Review</i>
No.	Número

N.Y.L.F.	<i>New York Law Forum</i>
O.H.L.J.	<i>Osgoode Hall Law Journal</i>
p.	página
pp.	páginas
p. ej.	por ejemplo
Q.J.E.	<i>The Quarterly Journal of Economics</i>
RCDI	Revista Crítica de Derecho Inmobiliario
RD	Real Decreto
RDBB	Revista de Derecho Bancario y Bursátil
RDCiv	<i>Rivista di Diritto Civile</i>
RDL	Real Decreto – Ley
RDLeg	Real Decreto Legislativo
RDM	<i>Revista de Derecho Mercantil</i>
RDP	<i>Revista de Derecho Privado</i>
RDProc	<i>Rivista di Diritto Processuale</i>
RdS	Revista de Derecho de Sociedades
RGD	<i>Revista General de Derecho</i>
ss.	siguientes
SAP	Sentencia de Audiencia Provincial
SBIF	Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (Chile)
SCA	Sentencia de Corte de Apelaciones (Chile)
SCS	Sentencia de Corte Suprema (Chile)
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
SVS	Superintendencia de Valores y Seguros (Chile)
T.	Tomo
<i>Tex. L. Rev.</i>	<i>Texas Law Review</i>
traducc.	traducción

<i>Tul. L. Rev.</i>	<i>Tulane Law Review</i>
TS	Tribunal Supremo
<i>U. Chi. L. Rev.</i>	<i>The University of Chicago Law Review</i>
<i>U. Pa. L. Rev.</i>	<i>University of Pennsylvania Law Review</i>
USC 11	United States Codes 11 (<i>Bankruptcy Code</i>)
<i>Va. L. Rev.</i>	<i>Virginia Law Review</i>
<i>v.gr.</i>	<i>verbi gratia</i>
<i>vid.</i>	véase
V.L.R.	<i>Vanderbilt Law Review</i>
Vol.	Volumen
<i>Wash. L. U. Q.</i>	<i>Washington University Law Quarterly</i>
<i>Wm. & Mary L. Rev.</i>	<i>William and Mary Law Review</i>
Y.L.J.	<i>The Yale Law Journal</i>

INTRODUCCIÓN

La regla de la “responsabilidad patrimonial universal” del deudor (artículos 1.911 CC y 2.465 CCCh) no asegura íntegramente el cumplimiento de las obligaciones¹. Piénsese en las múltiples contingencias a las que éstas se exponen desde su nacimiento hasta su extinción, no siendo – necesariamente - un camino ajeno a las asperezas. Así, cuanto más lejano en el tiempo se encuentre tal cumplimiento, mayores serán los riesgos que los acreedores deben asumir. Lo futuro es, sin duda, incierto.

Los obstáculos de este camino pueden tener distintas fuentes: pueden provenir de la conducta del *deudor*, que se resiste al cumplimiento o se ha colocado en una posición que lo hace virtualmente imposible. Pueden derivar también de las decisiones de *terceros*, sea que – en su calidad de acreedores del deudor – han provisto a sus créditos de mejores derechos al pago (por medio de la constitución de ciertas garantías) o se han apresurado en el inicio de procedimientos de cobro; o sea que – en su calidad de deudores del deudor – han incumplido obligaciones cuya insatisfacción causa su ruina. O incluso pueden ser resultado de *agentes externos*, como crisis económicas, catástrofes climáticas, cambios de conducta de los consumidores, etc.

El patrimonio del deudor sólo constituye una primera “garantía”, pero su naturaleza dinámica le expondrá a una multitud de riesgos. Comprendiendo bienes presentes y futuros, la posibilidad de hacer efectivo el pago del crédito en tal patrimonio puede verse difuminada tanto si éste - aún legítimamente - se va reduciendo en el tiempo, como si los demás acreedores se adelantan en la ejecución de sus propios créditos.

La financiación garantizada surge entonces como una opción lógica. El acreedor, conociendo de antemano los riesgos de incumplimiento e insolvencia, puede recurrir a las garantías reales y personales. Por medio de las primeras logra varios efectos positivos: sujeta el cumplimiento de una obligación a uno o más bienes específicos (artículos 1.876 CC, 104 LH, 16 LHMPD, 2.393 y 2.428 CCCh), adquiere una preferencia para el cobro de su crédito en caso de concurrencia de acreedores (artículos 90 LC, 1.922 y 1.923 CC, y 2.474 y 2.477 CCCh), puede ser beneficiado con un procedimiento de ejecución más simple (por ejemplo, el Decreto Ley No. 766, de 22 de diciembre de 1925, sobre realización de la prenda en Chile), entre otros. Por su parte,

¹ El artículo 2.465 CCCh dispone que “*Toda obligación personal da al acreedor el derecho de perseguir su ejecución sobre todos los bienes raíces o muebles del deudor, sean presentes o futuros, exceptuándose solamente los no embargables, designados en el artículo 1618.*”

las garantías personales permiten al deudor dirigirse contra un tercero extraño a la relación crediticia, aunque sin generar preferencias ante los demás acreedores de tal tercero.

La subordinación voluntaria sigue la ruta inversa y por esto sorprende. El acreedor subordinado – probablemente inteligente, consciente y sofisticado - pretende desmejorar sus posibilidades de cobro por varias vías: se ubica en una posición inferior a la que le correspondería en el orden de graduación; priva al crédito de toda posibilidad de garantía, e incluso puede llegar a limitar aún más sus facultades de cobro, por ejemplo, impidiendo la posibilidad de pago a todo evento, mientras no se extingan ciertos créditos beneficiarios.

Pero antes de comprender las razones – que, adelantamos, tienen tanta lógica como las que motivan la financiación garantizada – cabe revelar en qué consiste la subordinación voluntaria de créditos. Una aproximación literal nos dirige a las dos primeras acepciones de la voz “subordinar” contenidas en el Diccionario de la Real Academia Española: “sujetar a alguien o algo a la dependencia de otra persona o cosa” o “clasificar algo como inferior en orden respecto de otra u otras cosas.” Pero evidentemente estos conceptos no estarán completos si no los redirigimos a su dimensión jurídica. Por ello surgirán preguntas como “¿a qué se *sujeta* el crédito subordinado?” o “¿en qué *orden* tiene una posición inferior?”

A nuestro juicio, las respuestas se encuentran únicamente en la prelación de créditos. Al determinar la forma en que el activo del deudor insolvente se distribuye entre sus acreedores, el Derecho ha reaccionado desde hace un buen tiempo mediante la lógica del binomio preferencia / proporcionalidad². El reconocimiento de los créditos subordinados supone mudar de cierto modo tal lógica hasta reemplazarla por el binomio graduación / proporcionalidad. La diferencia no parece ser sustancial, sino más bien de precisión terminológica, porque aunque preferencia y subordinación parecen seguir una *ratio* similar, esta última admite un mayor número de fuentes (legal, judicial y voluntaria) y, en consecuencia, la persecución de una mayor diversidad de fines.

Sin embargo, una teoría de la subordinación voluntaria debe partir de un planteamiento general, observando la valoración de los instrumentos que se han utilizado históricamente para una diversidad de fines económicos y el marco legal que se les concede para configurar su régimen jurídico. Pero esta constatación nos enfrenta al hecho de que su origen marcadamente norteamericano no parece calzar a la perfección con los regímenes concursales de la mayor parte de los ordenamientos

² Un amplio estudio sobre estos aspectos puede encontrarse en las obras de José María Garrido. *Vid.*, especialmente, José María GARRIDO (1999): *Garantías reales, privilegios y par condicio. Un ensayo de análisis funcional*, Centro de Estudios Registrales, Madrid, *passim*; y José María GARRIDO (2000): *Tratado de las Preferencias del Crédito*, Civitas, Madrid, *passim*.

continentales. En este camino, veremos, los obstáculos para su reconocimiento se multiplican, como también los intentos de calificación jurídica de la subordinación de créditos.

La multiplicidad de ordenamientos jurídicos nos obliga a reconducir su estudio a aquellos que nos han parecido más relevantes. Aún así, se constatan modelos opuestos que van desde un mero reconocimiento de la autonomía privada en el campo de las reglas de prelación, hasta el sometimiento del crédito a una categoría superior (los “créditos subordinados”, “legalmente postergados” o “*nachrangige Gläubigern*”) que desmerecen su posición en el concurso en aspectos que van mucho más allá de la mera degradación en su posibilidad de cobro. Resultado de ello, los diversos modelos difieren en dejar los efectos de la nueva regla de graduación en manos de los particulares o en configurar un régimen jurídico más o menos imperativo, revelando distintas percepciones sobre la finalidad de las reglas de prelación en el marco del concurso.

Así, nos centraremos en los Derechos español y chileno, tanto por nuestras circunstancias personales como por revelar posiciones antagónicas en la valoración de los negocios de subordinación. El primero, siguiendo el modelo propiciado por el sistema alemán propuesto por la *InsO*, sitúa al crédito “subordinado por pacto” en un segundo lugar en la escala de prelación de la categoría de los “créditos subordinados”. De esta forma, dando escasas pistas sobre su régimen particular, sólo permite apreciar su minusvalía concursal, sometiéndolo a las mismas restricciones que todos los demás créditos que conforman el señalado género. Su escasa participación en el concurso refleja, entonces, la intención del legislador en dar mayor poder decisorio a los acreedores ordinarios, a partir de la idea de una falta de méritos que difícilmente calza con la finalidad financiera de los negocios de subordinación.

Por su parte, el Derecho chileno incorpora un sistema bastante más libre y amplio de la posposición voluntaria, tomando bastantes ideas del sistema norteamericano. A partir de reglas fundamentalmente supletorias, sólo pretende modelar el resultado típico del negocio, reflejado en la degradación del crédito ordinario en las reglas de prelación y articular su reconocimiento concursal. La oportunidad, extensión y relatividad de la subordinación quedan a discreción de los particulares, para adecuar el instrumento a sus necesidades financieras. Su participación concursal, salvo en lo que respecta a la ordenación de su pago, no se ve alterada porque, en suma, sólo se reconoce como un crédito ordinario con una degradada posibilidad de pago, pero no se aprecian razones como para quitarle mérito en la toma de decisiones de los destinos del concurso.

Esta diversidad de regímenes, sin embargo, no nos alejan de la finalidad de encontrar una sustancia o núcleo común. Si el legislador utiliza o no la herramienta de la subordinación para fines de distribución de poderes dentro del concurso parece una cuestión que no afecta la esencia del negocio de subordinación. La finalidad de los individuos, a nuestro juicio, se mantiene en la pretensión de crear una regla de

graduación que regule sus conflictos ante la insuficiencia patrimonial del deudor común, objetivo que generalmente se justifica en los beneficios económicos que el acreedor subordinado pretende obtener como contraprestación a su degradación.

El presente trabajo se divide en cinco capítulos cuyo contenido se describe a continuación:

El Capítulo I tiene por objeto arribar a un concepto de la subordinación voluntaria y dar cuenta de una perspectiva histórica de esta clase de negocios. La delimitación conceptual no sólo nos ofrece un punto de partida lógico en la elaboración de una teoría sobre esta clase de negocios, sino que también nos permite apreciar sus contornos y distinguirla de otra suerte de figuras jurídicas (especialmente, los acuerdos postergatorios y los negocios de rango). Este camino nos llevará a descubrir dos elementos cruciales para el resto del estudio, como son la identificación del campo de actuación de la subordinación voluntaria (restringida a la órbita de la prelación de créditos) y su estructuración como medio de exclusión de la regla de distribución proporcional que rige el reparto de los créditos ordinarios. Por su parte, la evolución histórica de los negocios de subordinación voluntaria nos da buenas pistas sobre su utilidad económica y, sobre todo, de cómo los diferentes ordenamientos jurídicos – aunque con ciertas reticencias – le han ido reconociendo en sus textos legales. A partir de esta perspectiva valoramos también que la subordinación no resulta de un experimento legal, de un debate vacío sobre su admisibilidad que sólo pretende confrontar posiciones sobre la disponibilidad de las reglas de prelación, sino esencialmente un negocio que ha tenido una considerable trayectoria y una multiplicidad de usos prácticos.

El Capítulo II se refiere a los argumentos que la doctrina tradicional había indicado como obstáculo a la validez de los negocios de subordinación. Así, la valoración de la *par condicio creditorum* como un principio de igualdad que debe integrar e interpretar toda regla concursal y los amplios brazos del principio de legalidad que informa las preferencias crediticias, justificarían la ilicitud de cualquier modificación voluntaria de la regla de distribución proporcional. Del mismo modo, la necesaria coactividad del vínculo obligatorio, reflejada en la citada regla de responsabilidad patrimonial universal, impediría cualquier desmejoramiento del derecho del acreedor a dirigirse en contra de los bienes del deudor para la adecuada satisfacción de su crédito.

Por medio del estudio de tales objeciones, sin embargo, pretendemos verificar que ha perdurado una idea muy pétreo de los fines distributivos del concurso, lo que se ha traducido en sostener la inmutabilidad de las reglas de prelación. De este modo, se inmiscuye una noción bastante publicista de los procedimientos concursales, amparada en la imagen de un legislador omnisciente que, por medio de las reglas de prelación, conoce los mejores destinos del reparto y desatiende cualquier valoración económica diferente que pudieren tener los acreedores. El reconocimiento legal de los

negocios de subordinación es buena prueba de los errores de tal construcción, pero también advierte que su incorporación en los textos jurídicos no rompe principio de igualdad o legalidad alguno ni supone una desnaturalización del vínculo obligatorio.

A partir de estos razonamientos, el Capítulo III está destinado a revelar la que, a nuestro juicio, es la naturaleza jurídica de los negocios de subordinación. El procedimiento a seguir será, en primer lugar, la enunciación de ciertos postulados preliminares que nos permitan la identificación de los puntos nucleares de esta clase de negocios para, luego, someter a juicio las diversas teorías que la doctrina nos ha ofrecido para su explicación. Las inexactitudes de estas argumentaciones nos permitirán dar cuenta de que la subordinación es el efecto de un negocio jurídico que tiene por finalidad la exclusión voluntaria de la regla de distribución proporcional que informa el reparto de los créditos ordinarios y su reemplazo por una regla de graduación. De este modo, entra en juego el recurso a la autonomía privada tanto para justificar tal desplazamiento normativo como para modelar los contornos de la nueva forma de coordinación de créditos. Ello, por supuesto, con pleno respeto a los límites que el ordenamiento pone a dicha autonomía.

Una vez contruidos los cimientos para la comprensión jurídica de la subordinación voluntaria, el Capítulo IV considera sus diversas funciones económicas. La distinción entre los negocios de subordinación general – que sitúa al acreedor pospuesto en una posición degradada respecto a todos los demás acreedores ordinarios del deudor – de los de subordinación particular – que sólo le degradan respecto a ciertos y determinados acreedores – no justifica una consideración jurídica diversa, pero sí admite dar cuenta de finalidades financieras diferentes.

Así, la posposición general tendrá por objeto la creación de un instrumento financiero que logre asimilarse, aunque sólo económicamente, a los recursos propios del deudor, cuestión que ha tenido un notable desarrollo en el campo de las entidades de crédito. Por su parte, la subordinación particular es utilizada para un abanico bastante más amplio de operaciones, aunque siempre pretende ofrecer un medio de garantía a ciertos acreedores que, por diversos motivos, requieren (o, incluso exigen) una mayor protección para el caso que sus derechos entren en conflicto con los demás créditos ordinarios del deudor común.

Esta diferente valoración económica tiene un cierto reflejo en la articulación del régimen jurídico de uno y otro tipo de subordinación. El Capítulo V parte de la base de que todo negocio de posposición se traduce en la creación voluntaria de una regla de prelación y, conforme a ella, descendemos hasta su campo de aplicación (concurso o extraconcurso), sus efectos (tanto respecto a las reglas de reparto como a ciertas valoraciones de política legislativa que le restan participación en el concurso), las consecuencias de su infracción y las causas de su extinción.

VEIGA piensa que, al menos en el marco del sistema español, “la [subordinación] convencional apenas existirá”³. Observación que esperamos se refiera a una apreciación jurisprudencial de la figura, en el sentido de buscar soluciones extraconcursoales a las crisis patrimoniales de los deudores, por cuanto también es objeto del presente trabajo dar cuenta de la versatilidad de los negocios de subordinación y en el valor del recurso en la construcción de una serie de instrumentos financieros, en la solución de situaciones de crisis, en la financiación de nuevas empresas, entre muchos otros. Por cierto, cualquier catálogo de instrumentos de financiación subordinada será siempre incompleto, si se toma en consideración que las necesidades del comercio son infinitas y que el ingenio del hombre siempre da para reinventar operaciones para la satisfacción de necesidades particulares. Las diversas funciones de la subordinación voluntaria son bien conocidas en el mercado anglosajón, aunque cabe reconocer su menor aprovechamiento al menos en España y en Chile, en que su uso se ha restringido a la emisión de obligaciones subordinadas en el marco de la regulación de los fondos propios de las entidades de crédito. Esperamos, sinceramente, que dicha situación cambie en los años venideros.

³ Ángel B. VEIGA COPO (2009): *La Verificación de Créditos en el Concurso*, Thomson Reuters, Cizur Menor, p. 216.

CAPÍTULO I

DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y PERSPECTIVA HISTÓRICA

1. Delimitación conceptual

1.1. *Antecedentes para la construcción del concepto*

Para otorgar un concepto de la “subordinación voluntaria de créditos” debemos superar algunas barreras iniciales: su dispar tratamiento en las diferentes legislaciones y las interferencias causadas por su uso práctico, empapado de las ideas propias del Derecho norteamericano. Estos modelos legislativos serán el primer aspecto a considerar en la construcción del concepto de la subordinación voluntaria, restando, en los epígrafes siguientes, efectuar ciertas distinciones previas que fijen el marco teórico que guíe nuestro análisis.

Pero cabe advertir que un estudio comparativo nos revela la existencia de enfoques radicalmente opuestos respecto a los negocios de subordinación. Sin embargo, el propósito de esta primera parte será resolver el aspecto esencial que subyace en todas estas fórmulas, que, adelantamos, creemos se centra en la idea de la degradación voluntaria del crédito en la escala de prelación.

Un primer tipo de regulación es aquél que confiere mayores elementos descriptivos de la subordinación voluntaria, como los que contiene: (i) la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (conocida comúnmente como “UNCITRAL”, dadas las siglas de la comisión en inglés); y (ii) el Derecho chileno. Estos modelos se caracterizan por conceder una definición del negocio de subordinación, aunque no necesariamente den cuenta de la extensión de sus efectos jurídicos.

La **Guía Legislativa sobre el Régimen de Insolvencia de UNCITRAL (2004)** dispone que “*La subordinación contractual se produce cuando dos o más acreedores de un mismo deudor conciertan un acuerdo (denominado en adelante “acuerdo de subordinación” o “acuerdo de distribución”) en virtud del cual un acreedor acepta recibir el pago de su crédito frente al deudor después de que se haya pagado al otro acreedor o a los demás acreedores*”⁴.

⁴ Segunda parte, Capítulo V, artículo 57. La citada guía se encuentra disponible en: http://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook_s.pdf (consultada el 20 de junio de 2010).

Sin perjuicio del evidente valor de incorporar disposiciones relativas a la subordinación de créditos en el ámbito de la citada guía legislativa, creemos que el concepto previamente transcrito debe ser depurado en varios aspectos:

- (i) Estimamos que la subordinación no es el efecto de un contrato. Del negocio de subordinación no nacen derechos y obligaciones para las partes, ni tampoco tiene por objeto prestaciones de dar, hacer o no hacer. Constituye uno de los pilares de la presente tesis el comprobar que la naturaleza jurídica de tal negocio se encuentra en la exclusión voluntaria de una norma jurídica (artículo 6.2 CC), en este caso, de la regla de distribución proporcional de los créditos ordinarios.

Mediante el negocio de subordinación simplemente se pretende “instruir” al órgano encargado de repartir el activo del deudor que se ha producido una alteración de la regla legal de distribución, dando cuenta de su reemplazo por un orden alternativo. Como es evidente, este tema supera el interés introductorio de este primer epígrafe, por lo que su desarrollo será postergado por el momento (*infra*, Capítulo II, 3).

- (ii) Aun cuando entendiéramos que la referencia de la guía legislativa a la idea de contrato se refiere - en realidad - a un negocio jurídico bilateral, tampoco el enunciado parece correcto. A nuestro juicio, no existen argumentos que impidan que un acreedor degrade su posición mediante un negocio unilateral, toda vez que del mismo sólo surgen ventajas para los acreedores beneficiarios. Sin embargo, debemos reconocer que se trata de una hipótesis poco frecuente dada la necesidad de una causa que justifique la posposición, la que normalmente se refiere a la ventaja recíproca que el acreedor subordinado espera obtener como contraprestación (*infra*, Capítulo II. 3.3.3). De configurarse como un negocio jurídico unilateral, la obtención de tal ventaja parece difícil, y la causa probablemente deberá buscarse incluso en la mera liberalidad del acreedor que decide subordinarse.

Pero esta hipótesis no debe descartarse, como ya ha reconocido la DGRN, aunque en el ámbito de la posposición de hipotecas, al señalar que: “La posposición de una hipoteca a otra posterior puede ser fruto de un negocio bilateral, si así lo convienen los titulares de ambas hipotecas, pero también de un negocio jurídico unilateral, como consecuencia de la voluntad tan sólo del titular de la hipoteca que se pospone. Sus efectos directos se traducen en la pérdida de rango del derecho de quien voluntariamente lo pospone y sólo de forma indirecta en un beneficio para quien, como consecuencia de ello, ve mejorado el rango del suyo, al igual que ocurre en el caso en que se consienta la cancelación, por

cualquier causa, de una hipoteca preferente, al punto de que ni tan siquiera cabe configurar aquella declaración de voluntad unilateral como recepticia, condicionada al conocimiento del favorecido. El titular de la hipoteca favorecida por la posposición no adquiere derecho alguno que se incorpore a su patrimonio y requiera de aceptación, pues su derecho sigue siendo el que ya tenía por cuanto el rango por sí mismo no puede considerarse como un derecho, sino una posición o cualidad de la garantía, que se ve beneficiada en su preferencia con la posposición de otra preferente, pero sigue siendo la misma”⁵.

Esta resolución nos auxilia no sólo en lo relativo al carácter unilateral o bilateral del negocio de subordinación, sino también en la argumentación de que éste no se configura a modo de contrato. Como se indica, “el titular de la hipoteca favorecida por la posposición no adquiere derecho alguno”, sino que la mejoría de su condición se verificará como efecto reflejo de la modificación de la regla de graduación. A igual conclusión puede llegarse – *mutatis mutandi* - en el caso de los créditos voluntariamente subordinados.

- (iii) Luego, aun en el caso que sea efecto de un negocio jurídico bilateral, la subordinación no requiere necesariamente de la concurrencia del acreedor beneficiario, como ocurre en las emisiones de obligaciones, bonos o títulos subordinados, en los que basta el acuerdo del deudor y de los acreedores subordinados. De exigirse esta circunstancia, los modelos de “subordinación general” serían de imposible configuración por cuanto los acreedores beneficiarios serán una masa indeterminada de acreedores, cuya identidad sólo se conocerá al tiempo de la ejecución patrimonial⁶.

El propio esquema descrito por la guía legislativa parece adecuarse a la estructura de la “subordinación particular” en la que el acreedor beneficiario - en tanto se encuentra determinado - puede perfectamente concurrir al negocio. Por ello la frase final (“*después que se haya pagado... a los demás acreedores*”) resulta extraña, dado que sitúa el beneficio en la

⁵ DGRN 4 de noviembre de 2000 (RJ 2000, 10240). En este mismo sentido, Ángel SANZ FERNÁNDEZ (1953): *Instituciones de Derecho Hipotecario*, Reus, Madrid, p. 70, justifica la unilateralidad en el hecho de que la posposición aceptada por el acreedor de mejor rango implica necesariamente -y por efecto reflejo - el mejoramiento de la posición del acreedor inferior, en razón del avance de rango propio de los sistemas romanos de registro.

⁶ Para los efectos de este trabajo, entendemos por “subordinación general” aquella que beneficia a todos los demás acreedores presentes y futuros del deudor común. Su contrapartida es la denominada “subordinación particular”, esto es, la que sólo pretende beneficiar a uno o más acreedores previamente determinados. A esta clasificación dedicaremos los Capítulos IV y V.

generalidad de los acreedores ordinarios del deudor y no en un acreedor previamente individualizado.

Un segundo ejemplo de este modelo se encuentra en el **Derecho chileno**, que, en la pretendida modernización del mercado de capitales, ha introducido en el CCCh una muy turbia regulación de la subordinación voluntaria⁷. Y decimos *turbia* dado que, apartándose de los antecedentes comparados, el legislador chileno se fascina con sus posibilidades y agrega un vasto número de párrafos al artículo 2.489 CCCh con la pretensión de moldear la figura hasta sus más mínimos detalles. Lo anterior podría ser considerado como una virtud al conceder mayores herramientas interpretativas, pero se transforma en un nido de serpientes al comprender que se han confundido dos supuestos diferentes: la “postergación temporal” y la “subordinación” del crédito (*infra*, Capítulo I, 2.1).

Volveremos a estos puntos más adelante, pero vale enunciar ahora que el concepto otorgado por el legislador chileno, si bien ayuda, debe ser tenido en cuenta con cierta cautela. Así, el artículo 2.489 CCCh se atreve a definir la subordinación de créditos como “*un acto o contrato en virtud del cual uno o más acreedores de la quinta clase aceptan postergar, en forma total o parcial, el pago de sus acreencias en favor de otro u otros créditos de dicha clase, presentes o futuros.*”

A nuestro parecer, este concepto tiene como principal acierto su deseo de amplitud. Incluye, por de pronto, a la subordinación resultante de un negocio jurídico

⁷ En el Derecho chileno, la norma que admite y regula la subordinación se plantea en la órbita de la prelación de créditos, particularmente en el artículo 2.489 CCCh (Título XLI del Libro IV), disponiendo que: “*La quinta y última clase comprende los créditos que no gozan de preferencia. Los créditos de la quinta clase se cubrirán a prorrata sobre el sobrante de la masa concursada, sin consideración a su fecha.*”

Sin perjuicio de lo anterior, si entre los créditos de esta clase figuraren algunos subordinados a otros, éstos se pagarán con antelación a aquéllos.

La subordinación de créditos es un acto o contrato en virtud del cual uno o más acreedores de la quinta clase aceptan postergar, en forma total o parcial, el pago de sus acreencias en favor de otro u otros créditos de dicha clase, presentes o futuros. La subordinación también podrá ser establecida unilateralmente por el deudor en sus emisiones de títulos de crédito. En este último caso, y cuando sea establecida unilateralmente por el acreedor que acepta subordinarse, será irrevocable.

El establecimiento de la subordinación y su término anticipado, cuando corresponda, deberán constar por escritura pública o documento privado firmado ante notario y protocolizado. La subordinación comprenderá el capital y los intereses, a menos que se exprese lo contrario.

La subordinación establecida por uno o más acreedores será obligatoria para el deudor si éste ha concurrido al acto o contrato o lo acepta por escrito con posterioridad, así como si es notificado del mismo por un ministro de fe, con exhibición del instrumento. El incumplimiento de la subordinación dará lugar a indemnización de perjuicios en contra del deudor y a acción de reembolso contra el acreedor subordinado.

La subordinación obligará a los cesionarios o herederos del acreedor subordinado y el tiempo durante el cual se encuentre vigente no se considerará para el cómputo de la prescripción de las acciones de cobro del crédito.”

unilateral o de uno de carácter bilateral⁸; a la “subordinación total” y la “subordinación parcial”, clasificación que parece atender a la extensión del crédito que resulta subordinado; y a la “subordinación general” y la “subordinación particular”, clasificación que atiende a si el crédito resulta pospuesto a alguno o a todos los otros créditos ordinarios del deudor, sean presentes o futuros.

Pero igualmente pueden señalarse algunos defectos en la definición:

- (i) Como insistiremos al tiempo de tratar su naturaleza jurídica, la subordinación no es el negocio jurídico en sí, sino solamente su efecto. Por ello, preferimos hablar de los “negocios de subordinación” o de los supuestos de “subordinación voluntaria”.
- (ii) El legislador chileno señala la “postergación del pago del crédito” como la consecuencia jurídica del negocio de subordinación. Ello puede inducir a confusión en tanto parece referirse a una cuestión meramente temporal. Sin embargo, veremos más adelante, el efecto típico de la posposición voluntaria se refiere a la degradación en el orden de prelación (materia en la que se sitúa el mencionado artículo 2.489 CCCh), lo que no implica necesariamente un retardo, sino una afectación a su posibilidad de pago en el caso que los bienes del deudor resulten insuficientes⁹. Ya nos dice CARRASCO que la calificación de los créditos en privilegiados, ordinarios y subordinados, tampoco es un elemento que pueda afectar la temporalidad de los pagos en la fase de convenio¹⁰.

En el otro extremo se encuentran los modelos normativos en que el concepto de la subordinación de créditos debe escudriñarse a partir de muy breves enunciaciones. Aunque de modos visiblemente diferentes, (i) el legislador norteamericano (artículo 510(a) USC 11), (ii) el alemán (§ 39.2 *InsO*), y (iii) el español (artículo 92.2 LC) - sólo por mencionar aquéllos en los que hemos decidido centrar nuestra mirada -, reconocen la subordinación voluntaria, concediéndole validez jurídica y sometiendo a un determinado régimen concursal. Sin embargo, en esta simpleza formal se hace difícil

⁸ Obsérvese, eso sí, que el legislador chileno comete la misma impropiedad antes referida en relación a la Guía Legislativa de UNCITRAL al hablar de “contrato” y no de negocio jurídico bilateral.

⁹ Para comprobar que las normas de prelación no se refieren a una cuestión temporal, basta tener en cuenta la posibilidad de pago a los créditos ordinarios cuando se estime suficientemente cubierto el pago de los créditos contra la masa y de los privilegiados (artículo 157 LC). Se ha señalado que esta posibilidad de pago anticipado no se les reconoce a los créditos subordinados, no por una cuestión de temporalidad, sino por el carácter sancionador de la posposición (Juan FERRÉ FALCÓN (2006): *Los Créditos Subordinados*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 673).

¹⁰ Ángel CARRASCO PERERA (2009): *Los Derechos de Garantías en la Ley Concursal*, Tercera edición, Civitas, Madrid, pp. 470.

concertar un concepto, el cual parece haber sido considerado tan evidente que se hacía innecesario dar siquiera luces de su contenido.

El ejemplo más extremo es el del **Derecho norteamericano**, que se limita a reconocer en el artículo 510(a) USC 11 que “*un acuerdo de subordinación es ejecutable bajo las reglas de este título del mismo modo que dicho acuerdo sería ejecutable bajo la regulación no concursal*”¹¹. Tal norma denota “neutralidad” ante esta clase de acuerdos que, sin solucionar directamente el problema de su validez, lo refiere a las reglas generales del ordenamiento jurídico que le sean aplicables.

Nada en este reconocimiento da pie a la delimitación de un concepto, con la excepción de la idea del “acuerdo” (*agreement*), llegando al extremo de que su efecto (la posposición), debe ser deducido del propio *nomen* de la figura y del reconocimiento en equidad que le había otorgado previamente el *Common Law*. Sin embargo, ni siquiera la idea del “acuerdo” es lo suficientemente convincente. CALLIGAR, en sus pioneros estudios sobre la subordinación de créditos, ya había admitido que ésta puede ser el resultado de un negocio jurídico unilateral¹². Así, como se expresa en la historia del *Bankruptcy Code* de 1978, el objetivo de la citada norma era únicamente reforzar la solución a la que habían llegado los tribunales sobre la base de diversos criterios de equidad, de modo que, en adelante, no existieran resoluciones judiciales que pusieran en entredicho la admisibilidad y validez de esta clase de negocios¹³.

La doctrina norteamericana se ha dedicado a llenar este vacío conceptual otorgando diferentes definiciones, de las cuales nos parece oportuno destacar las siguientes: En primer lugar, CALLIGAR señala que esta clase de acuerdos tiene como efecto “la subordinación del derecho a recibir el pago de cierto endeudamiento (la deuda subordinada) al pago previo de otro cierto endeudamiento (la deuda beneficiaria) del mismo deudor”¹⁴.

Este enunciado no parece conceder suficientes herramientas para otorgar un concepto completo de la subordinación, pero esta apariencia debe ajustarse al acercamiento del Derecho norteamericano a la figura en cuestión. Si nos detenemos tanto en su reconocimiento legal (aunque posterior a las obras de CALLIGAR) y a la aproximación de la doctrina en cuanto a su contenido, podemos concluir que se precisa de la mayor amplitud terminológica posible para dar cabida a los variados conceptos

¹¹ Traducción del autor. En su lengua original, la norma dispone que “*A subordination agreement is enforceable in a case under this title to the same extent that such agreement is enforceable under applicable nonbankruptcy law.*”

¹² Dee Martin CALLIGAR (1961): “Subordination agreements”, *Y.L.J.*, Vol. 70, No. 3, p. 381.

¹³ *Vid.* Jeffrey R. HUDSON, Patrick E. MEARS y Julia A. GOTLIEB (1993): “Revisiting the outer fringes: Contractual subordinations in dual bankruptcy cases”, *Com. Law Journal*, No. 94, p. 434.

¹⁴ Traducción del autor. CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), p. 376, y Dee Martin CALLIGAR (1967): “Purposes and uses of subordination agreements”, *Bus. Law.*, No. 23, p. 33.

de subordinación que suelen emplearse tanto en la teoría como en la práctica anglosajona. Queremos decir con lo anterior que el acierto de esta definición se centra en obviar las fuentes, causas y ámbito (bastante más amplio en el Derecho norteamericano que en los demás sistemas continentales estudiados) de la subordinación, resaltando únicamente su efecto: la posposición.

Sin embargo, estas ventajas conceptuales sólo se satisfacen en un sistema como el norteamericano, que admite que la subordinación tiene efectos tanto dentro como fuera de un sistema de prelación de créditos. No hay que dejarse confundir por aquellos autores que señalan que la deuda subordinada sólo resultará pospuesta en caso de insolvencia, liquidación o reorganización del deudor. En estos casos, la referencia a la “deuda subordinada” (“*debt subordination*” o “*subordinated debt*”, indistintamente) debe entenderse asociada al concepto de emisión de obligaciones subordinadas, y no a toda posible forma de subordinación¹⁵. Para comportarse financieramente como un equivalente del capital social, tales obligaciones requieren estar subordinadas a todos los demás acreedores del deudor, sean éstos presentes o futuros. Por tal motivo, su subordinación sólo tiene sentido en un supuesto de insuficiencia patrimonial, dado que postergar el pago del crédito hasta la extinción de todos los demás créditos (presentes y futuros) del deudor, significaría que el crédito subordinado no se pagaría jamás.

En los ordenamientos continentales, por tanto, será siempre necesario añadir la consideración de que la posposición en el pago de la “deuda subordinada” se dará únicamente en lo referente a la graduación que ofrecen las reglas de prelación. Lo anterior no sólo se debe a su ubicación normativa, sino preferentemente por la lógica económica y jurídica que le justifica. Otro de los pilares de la presente tesis consiste en comprobar que los sistemas continentales no admiten el tratamiento unitario que ofrece el Derecho norteamericano, asimilando la subordinación y la postergación del crédito (*infra*, Capítulo I.2.1).

Volviendo a la precisión conceptual, una definición similar a la formulada por CALLIGAR es la que propone CARROLL, al señalar que se entenderá que el crédito tiene el carácter de subordinado cuando éste debe esperar que un acreedor particular o todos los demás acreedores hayan sido completamente pagados para que tenga derecho a la satisfacción de su crédito¹⁶.

¹⁵ Vid., entre otros, Robert W. JOHNSON (1955): “Subordinated debentures: Debt that serves as equity”, *The Journal of Finance*, Vol. 10, No. 1, p. 2; Reuben GOLIN (1961): “Debt subordination as a working tool”, *N.Y.L.F.*, No. 7, p. 370; Edward EVERETT (1964): “Subordinated debt – Nature, purposes and enforcement”, *B.U. Law Rev.*, No. 44, p. 488; J. James GALLAGHER (1968): “Legal aspects of commercial bank issuance of subordinated debt”, *Bank. Law J.*, No. 85, p. 854; Daniel C. COHN (1982): “Subordinated claims: their classification and voting under Chapter 11 of the Bankruptcy Code”, *A.B.L.J.*, No. 56, p. 296; y Bruce JOHNSTON (1991): “Contractual debt subordination and legislative reform”, *J. Bus. L.*, mayo, p. 225.

¹⁶ Stephen CARROLL (1979): “Priorities and subordination in the Bankruptcy Reform Act of 1978”, *Hous. L. Rev.*, No. 17, p. 247.

Reseñamos este segundo concepto porque se trata de una definición que responde a la entrada en vigor de la reforma del *Bankruptcy Code* en 1979¹⁷, y porque se distingue con claridad la posibilidad de una “subordinación particular” y de una “subordinación general”, identificando el efecto degradatorio de ambos negocios. Entre ambas formas de subordinación existen varias diferencias en relación a su estructuración, justificación y utilización económica, pero no vemos inconveniente en identificar una misma naturaleza jurídica del negocio que les sirve de causa. En ambos casos, el o los manifestantes han declarado la inaplicabilidad de la regla de distribución proporcional de los créditos ordinarios, pero la diferencia radica en la configuración de su “norma de reemplazo”. En el caso de la subordinación general, ella está dada por una menor graduación respecto a todos los demás acreedores del deudor, mientras en la subordinación particular, sólo establece la posposición respecto a uno o varios créditos previamente determinados.

Como segundo ejemplo de este modelo, los **Derechos alemán y español** tratan el tema de modo muy sucinto. El § 39.2 *InsO* tiene por objeto conceder al crédito voluntariamente subordinado un último lugar en la prelación de créditos para el caso que los interesados nada hubiesen dispuesto, operando como norma meramente supletoria a la voluntad de los particulares¹⁸. Por su parte, el artículo 92.2 LC concede - al menos en apariencia - una regla imperativa que sitúa al crédito subordinado “*por pacto contractual*” en un segundo lugar en el orden de prelación de los créditos subordinados¹⁹.

¹⁷ En efecto, este concepto es lo suficientemente amplio como para albergar las diferentes formas de subordinación contempladas en el artículo 510 USC 11: la subordinación voluntaria, la subordinación legal y la subordinación por equidad. Todas ellas, aunque evidentemente responden a diferentes criterios, comparten el efecto común de la posposición.

¹⁸ Dicha sección dispone que “*Los créditos, cuya postergación en el procedimiento de insolvencia haya sido convenida entre el acreedor y el deudor serán satisfechos, en caso de duda, tras los créditos señalados en el apartado I*” (traducc. Vicente GOZALO LÓPEZ (1995): “Texto de la ordenanza alemana de insolvencia [Insolvenzordnung (InsO)] de 5 de octubre de 1994”, *RDM*, No. 216, p. 576). Más que supletoria, Hans-Pieter KIRCHHOF (2001): *Münchener Kommentar Insolvenzordnung*, T. I, Beck, München, p. 834, le asigna el valor de una regla de interpretación, aplicable para cualquier caso en que exista duda sobre la posición subordinada que corresponde al crédito.

¹⁹ En el Derecho español, la subordinación voluntaria - reflejada en el concepto de “subordinación por pacto contractual” - se encuentra recogida en el artículo 92.2 LC, al disponer que “*Son créditos subordinados: ... 2. Los créditos que por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor.*” De modo similar, el fallido Proyecto de Ley sobre concurrencia y prelación de créditos en caso de ejecuciones singulares, presentado el 26 de julio de 2006, calificado el 5 de septiembre del mismo año (disponible en www.congreso.es, consultada el 20 de junio de 2010), recogió nuevamente la idea de subordinación por pacto contractual en el mismo ámbito, disponiendo que “*Sin perjuicio de lo anterior, en virtud de norma con rango de ley o por pacto contractual se podrá disponer que determinados créditos se satisfagan después de los acreedores que no ostenten preferencia alguna*”.

Salvo en lo que se refiere a la supletoriedad o aparente imperatividad de la regla, surgen varios puntos en común entre ambos sistemas, y de ahí que nos haya parecido más conveniente tratarlos, al menos respecto al concepto de subordinación, de modo conjunto:

- (i) Se repite la idea de que la subordinación sólo puede ser lograda por una convención o pacto entre acreedor y deudor. Esta cuestión nos parece controvertida porque, como indicáramos previamente en este apartado al revisar la guía legislativa de UNCITRAL, no creemos que existan motivos para que se objete la validez de un negocio unilateral de posposición por parte del acreedor subordinado.
- (ii) La lógica de tales normas sólo puede referirse a los supuestos de “subordinación general”. Ello aparece en términos expresos en el artículo 92.2 LC, al referirse al crédito que ha pretendido ser subordinado “a todos los demás créditos contra el deudor”, pero también se deduce del ordenamiento alemán por cuanto, si se hubiese manifestado el deseo de subordinar el crédito a otro previamente determinado, no tendría sentido la aplicación de una regla supletoria de posposición general.
- (iii) Ambos sistemas sitúan a los negocios de subordinación en la categoría de los “créditos subordinados”. Lo anterior significa que se establece un régimen aplicable a esta clase de créditos que le diferencia sustancialmente de los créditos ordinarios mucho más allá de la mera posposición en el orden de pago. De tal suerte, ambos ordenamientos razonan sobre un menor valor cualitativo del crédito - asimilable a los demás casos de subordinación legal - que justifica una menor participación en el concurso, traducida en la exclusión del procedimiento (§ 174.3 *InsO*) o en la pérdida de derecho a voto (artículo 122.1 LC), según el caso²⁰.

La doctrina española pocas veces se ha aventurado a dar un concepto preciso de la subordinación voluntaria. Por ejemplo, FERNÁNDEZ DEL POZO señalaba que la “cláusula de subordinación es aquel pacto o empréstito... en virtud del cual, se pospone su rango en la prelación de créditos sobre el patrimonio del emisor, al de otros o todos los demás créditos”²¹. Para apreciar las bondades de esta definición debemos tener en cuenta

²⁰ Veremos que la forma en que el ordenamiento español reacciona ante esta categoría de créditos subordinados no llega al extremo del sistema alemán (*infra*, Capítulo V, 3.1.1). En este último, los créditos subordinados sólo podrán participar del concurso cuando el tribunal les convoque, sujeto a la convicción de que los bienes podrán alcanzar para la satisfacción de aquellos (§ 174.3 *InsO*).

²¹ Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (1992): *El Fortalecimiento de Recursos Propios*, Marcial Pons, Madrid, p. 302.

ciertos elementos preliminares: el citado autor razona sobre la base de que la naturaleza jurídica del negocio es el de una negociación del rango (criterio que no compartimos por las razones que se explicarán *infra*, Capítulo III, 2.3.1), se centra en las financiaciones subordinadas como mecanismos de fortalecimiento de fondos propios (lo que es lógico si se considera que es en éste ámbito en el que las estudia), y es previo a su recepción por parte de la LC.

Por su parte, ALEMANY, ya con la LC en vigor, expresa que “La *subordinación*, definida concisamente, supone que el crédito de uno o varios acreedores, queda clasificado como inferior en la graduación de créditos respecto de otro u otros créditos que, sin subordinación, serían del mismo o superior rango”²². Este concepto nos parece apropiado en cuanto destaca el resultado jurídico de los negocios de subordinación, como es el de la inferior clasificación en el ámbito de la prelación de créditos, pero no nos parece correcto al utilizar la expresión “rango”. En el campo de la naturaleza jurídica del negocio causal nos parece que la técnica de la “negociación del rango”, propio de la figura de la posposición de hipotecas, no es plenamente aplicable para el caso de la subordinación voluntaria precisamente porque los créditos ordinarios carecen de rango (*infra*, Capítulo III, 2.3.1).

Como último elemento de análisis creemos necesario explicar que hemos centrado nuestra mirada en los efectos de los negocios de subordinación en el ámbito de la liquidación patrimonial, dejando de lado – por el momento - sus consecuencias en el ámbito o fase de convenio. Lo hemos hecho de manera consciente por cuanto estimamos que el propósito de los particulares, al tiempo de posponer sus créditos, se reduce únicamente a la solución que entraña la liquidación del patrimonio del deudor. Las eventuales consecuencias que éstos tienen en otras fórmulas concursales dependen más bien de una opción legislativa, cuestión que no es común en todos los ordenamientos estudiados.

Cabe ejemplificar lo anterior del siguiente modo: el ordenamiento jurídico español considera a los créditos subordinados – sin distinción- como una categoría diferente a los créditos privilegiados y a los ordinarios (artículo 89 LC). Con motivo de lo anterior les asocia una serie de consecuencias ulteriores que afectan su participación también en la fase de convenio, principalmente privándoles de derecho a voto (artículo 122.1 LC), pero haciéndoles igualmente vinculante el contenido del mismo (artículo 134.1 LC). Más aún, el mismo artículo agrega que “*los acreedores subordinados quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los ordinarios, pero los plazos de espera se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto de estos últimos*”. Lo anterior significa que en ningún caso puede convenirse el pago de los créditos subordinados con anterioridad a la completa extinción de los créditos ordinarios.

²² Jesús ALEMANY EGUIDAZU (2004): “Subordinación contractual y subordinación convencional”, *Diario La Ley*, No. 6004, Año XXV, 26 de abril de 2004 (recurso electrónico).

Ya tendremos oportunidad de expresar nuestro rechazo a esta solución en lo que respecta a los créditos voluntariamente pospuestos, en tanto desatiende la intención de las partes y extiende innecesariamente el riesgo de los acreedores subordinados (*infra*, Capítulo V, 3.1.2). Por el momento nos interesa rescatar la idea de que el legislador español no sólo emplea la noción del “crédito subordinado” en lo que respecta a la liquidación patrimonial, sino que la utiliza asimismo para otorgar a sus titulares una posición muy restringida en la fase de convenios, cuestión que – a nuestro juicio – no tiene mayor incidencia en la elaboración de una definición, pero sí en la determinación de los efectos legales que deben asociarse a esta clase de negocios jurídicos.

A una solución completamente diferente llega el Derecho norteamericano, que, en ciertos casos, incluso puede desconocer la existencia de un “acuerdo de subordinación” en el ámbito de la reorganización empresarial bajo el conocido Capítulo 11 (*Chapter 11*)²³. Por regla general, un plan de reorganización sólo podrá ser aprobado en cuanto respete toda la normativa aplicable del *Bankruptcy Code* (artículo 1.129(1) USC 11), sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 510 (a) USC 11 antes citado. Esta norma debe ser interpretada en el sentido de que si los acreedores beneficiarios aprobasen un texto en el que se admita que los acreedores subordinados puedan ser pagados con anterioridad a la plena extinción de sus créditos, tal acuerdo será válido por cuanto un acreedor beneficiario tampoco estaría obligado a hacer valer el acuerdo de subordinación fuera del concurso²⁴. Aún más, los propios antecedentes legislativos del artículo 1.129(1) USC 11 señalan que, de otra manera, el acuerdo prevendría lo que el propio Capítulo 11 pretende, como es que los acreedores superiores puedan renunciar a parte de sus derechos a favor de los acreedores inferiores en interés de la confirmación del plan de reorganización y la rehabilitación del deudor²⁵.

Por su parte, excepcionalmente y cumpliendo con un sinnúmero de requisitos, un acuerdo bajo el Capítulo 11 puede incluso ser impuesto a ciertos acreedores disidentes, cuestión que se conoce tradicionalmente como “confirmación forzada”

²³ Para los efectos de la siguiente explicación hemos tomado especialmente en consideración el trabajo de David KRAVITZ (1992): “The outer fringes of Chapter 11: Nonconsenting senior lenders' rights under subordination agreements in bankruptcy”, *Mich. L. Rev.*, Vol. 91, No. 2, pp. 302 - 316.

²⁴ La jurisprudencia norteamericana había sostenido que no era necesario el consentimiento unánime de los acreedores beneficiarios para tales efectos, siempre que todos ellos tuviesen expreso conocimiento del carácter subordinado de los otros créditos y de los efectos que su decisión implicaba. *Vid. Bartle v. Markson Bros*, 314 F.2d 303 (2d Cir. 1963). Pero esta posición debe ser tomada en consideración con cierta cautela toda vez que se trata de un fallo previo al *Bankruptcy Code*, de manera que no se contaba con un lenguaje tan imperativo como el que propone el art. 510 (a) USC 11 respecto a la validez y ejecutabilidad de los “acuerdos de subordinación” ni de la posibilidad de “confirmación forzada” (“*cramdown confirmation*”) a la que nos referiremos a continuación.

²⁵ Reporte senatorial 95 – 989 del USC 11, que contiene el informe preliminar de las reformas a la legislación concursal norteamericana para su posterior votación en el Senado.

(“*cramdown confirmation*”)²⁶. En este segundo caso, el artículo 1.129(b) USC 11 excluye expresamente la aplicación del artículo 510 (a) USC 11 para efectos de esta particular forma de confirmación. Ello significa que un plan de reorganización no requiere respetar el hecho de la subordinación de ciertos créditos para ser confirmado, ni aún para el caso que existan algunos acreedores beneficiarios que se opongan a la pérdida del beneficio que para ellos implica la subordinación. En el supuesto de que la mayoría de los acreedores beneficiarios se opusiesen a tal pérdida, el “acuerdo de subordinación” debe ser respetado, pero no exclusivamente por la aplicación del artículo 510 (a) USC 11, sino porque en tal caso se hace aplicable la regla de la “preferencia absoluta” (“*absolute priority rule*”), conforme a la cual el plan sólo puede entenderse aprobado contra la voluntad de una clase en cuanto se respete el orden de prelación existente entre los créditos²⁷.

Del contraste entre las dos soluciones planteadas surge la conclusión de que la posición del crédito subordinado en una fase de convenio no implica necesariamente su respeto en todos los sistemas jurídicos. De hecho, en el tratamiento del Derecho norteamericano se evidencia una fórmula que pretende conciliar el mejor derecho al pago que poseen los acreedores beneficiarios con una mayor flexibilidad en la aprobación de los planes de reorganización. Se aprecia en ello una marcada preferencia por esta forma de solución en desmedro de la liquidación patrimonial, permitiendo incluso su imposición contra la voluntad de ciertos acreedores disidentes.

1.2. Concepto y extremos fundamentales para la comprensión de los negocios de subordinación

Con excepción del sistema norteamericano, que admite un campo de actuación más amplio a los negocios de subordinación, creemos que en el resto de los modelos normativos su núcleo se construye en torno a la idea de la degradación del crédito en la escala de prelación. Así, como corolario de todo lo anterior, creemos que la construcción de un concepto unitario de la subordinación voluntaria debe tomar en cuenta los siguientes aspectos: (i) que se trata del efecto de un negocio jurídico; (ii) que sólo tiene efectos en el ámbito de la concurrencia de acreedores, esto es, en la órbita de la prelación de créditos; y (iii) que tiene un propósito degradatorio, esto es, que descende en el orden de prelación hasta la plena extinción del o de los créditos beneficiarios.

Por tanto, podemos definir la subordinación voluntaria como “*el efecto de un negocio jurídico por medio del cual se dispone que el cumplimiento de una determinada*”

²⁶ Para una explicación de la historia legislativa, motivaciones y contenido de esta forma de aprobación, *vid.* Richard BROUDE (1984): “Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: the settlement imperative”, *Bus. Law.*, No. 39, pp. 441 – 454.

²⁷ COHN, A.B.L.J. 56 (1982), p. 302.

obligación sea pospuesto a la extinción de otra u otras obligaciones para los casos en que no existan recursos suficientes para la satisfacción íntegra de todas ellas."

Del concepto previamente anotado nos parece relevante dar cuenta de dos extremos que constituyen el núcleo central de nuestra tesis, y a los que pretendemos volver a modo de hilo conductor: la naturaleza jurídica y el ámbito de actuación de la subordinación voluntaria.

En primer lugar, instamos a que *la subordinación voluntaria sea entendida como una exclusión de la regla de distribución proporcional que constituye la forma de reparto de los créditos ordinarios en el campo de la prelación de créditos*. De esta manera, los particulares - sea el acreedor subordinado unilateralmente, sea éste en concierto con el deudor o con el acreedor beneficiario - desplazan la citada regla, previendo una solución alternativa: el crédito subordinado no será pagado en igual *pro rata* que el o los créditos beneficiarios, sino sólo una vez extinguidos estos últimos²⁸.

Este extremo requiere de sucesivas comprobaciones: *primero*, y en términos más abstractos, que la regla de proporcionalidad está formulada como una norma de carácter dispositivo, y, por tanto, susceptible de ser excluida; y, *luego*, que en concreto, la subordinación no vulnera los límites de la autonomía privada, exigiendo una justificación económica y jurídica para la referida exclusión. Estas materias serán analizadas al explicar nuestra posición respecto a la naturaleza del negocio jurídico que genera el efecto de la subordinación crediticia (*infra*, Capítulo III, 3).

En segundo término, aunque relacionado con el anterior, estimamos que *el ámbito de actuación de la subordinación voluntaria se incardina únicamente en las reglas de prelación de créditos*, lo que no sólo resulta evidente de su ubicación normativa en las legislaciones continentales, sino principalmente si se atiende a su sentido económico y racionalidad jurídica.

Desde un punto de vista económico, la subordinación crediticia comportará la asunción de un riesgo adicional por parte del acreedor subordinado, no por la paralización en el pago del crédito, sino por ver disminuidas sus posibilidades de cobro principalmente en el ámbito concursal. Ambos riesgos son ciertamente diferentes, como asimismo lo debe ser su valoración. De tratarse de un caso de subordinación propiamente tal, el riesgo a ponderar se refiere únicamente a la solvencia del deudor. En cambio, de pretenderse que la obligación subordinada no sea cumplida mientras no se extinga plenamente el crédito beneficiario, el riesgo no sólo se refiere a la capacidad del deudor de cumplir regularmente sus obligaciones, sino también a la valoración de la relación existente entre este último y el acreedor beneficiario. El análisis a realizar por parte del acreedor subordinado supone, por una parte, el estudio de las especiales características del crédito beneficiario (por ejemplo, términos, condiciones y plazos), y, por la otra, supervisar el correcto cumplimiento de

²⁸ Vid. JOHNSTON, J. *Bus. L.* (1991), p. 225.

las obligaciones asumidas por el deudor, dada la incidencia, por ejemplo, de la *exceptio non adimpleti contractus* o cualquier otra circunstancia que pudiese implicar el incumplimiento o cumplimiento tardío (justificados o no) de la obligación beneficiaria. En ambos casos, no para determinar la posibilidad, sino la época del pago del crédito subordinado.

Desde el punto de vista jurídico, y al igual que las preferencias crediticias, la subordinación supone que el deudor atraviesa una situación de crisis patrimonial, dado que, fuera de ella, todos los créditos deberán ser pagados a su vencimiento. En todo caso, al hablar de crisis patrimonial, no nos referimos necesariamente a la insolvencia en tanto presupuesto objetivo del concurso, sino, al menos una insuficiencia que acarree la concurrencia de acreedores en un mismo bien sujeto a ejecución²⁹. De ahí que el acreedor beneficiario también pueda hacer valer la subordinación mediante la interposición de una “tercería de mejor derecho” (denominada “tercería de prelación” en el Derecho chileno) en la ejecución iniciada por el acreedor subordinado (*infra*, Capítulo V, 2)³⁰.

En cualquier caso, veremos cómo la doctrina, basada principalmente en la terminología anglosajona, ha pretendido ampliar los alcances de los negocios de subordinación más allá de las reglas de prelación de crédito, bajo la idea de la “subordinación completa”. En razón de lo anterior, deberemos explicar los fallos de este razonamiento, demostrando la necesaria distinción jurídica entre los supuestos de subordinación voluntaria y los acuerdos de postergación (*infra*, Capítulo I, 2.1).

1.3. Aclaraciones terminológicas

Una cuestión que puede parecer menor es la forma de denominar la figura en estudio. Decimos *menor* por cuanto aparenta ser un tema meramente formal, pero creemos que evidencia y resume la comprensión que se tiene sobre ella. Así, aunque el concepto que ha predominado es el de “subordinación de créditos”, probablemente por el peso de la denominación en el Derecho norteamericano, existen ciertas variantes que destacan otros aspectos de la figura.

²⁹ Lo anterior es declarado expresamente en la STS 10 de marzo de 2004 (RJ 2004, 1821), incluso con cierta ironía: “La preferencia es una cualidad del crédito que otorga a su titular la facultad de exigir, en colisión con otros, el pago preferente con el importe del bien afectado al privilegio, y esa colisión exige indispensablemente que pretendan todos los contendientes hacerlo efectivo sobre el mismo. No es razonable pensar en una disputa judicial teórica y abstracta sobre qué crédito ha de ser preferido frente a otros, cuando no existe ninguna colisión entre ellos.”

³⁰ *Vid.* Carlos Manuel Díez Soto (2000): “Los privilegios crediticios como mecanismos de protección del crédito”, en AA.VV., *Preferencia de Créditos*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, p. 61.

La referencia a la “postergación” del crédito nos parece inexacta³¹. La subordinación crediticia no se refiere a una cuestión cronológica, sino sólo a su graduación. Aunque poco probable, los créditos ordinarios y subordinados podrían ser extinguidos al mismo tiempo en el contexto de la liquidación, siempre que existiesen bienes suficientes para el pago de todos ellos. La idea de postergación sólo tiene sentido en los supuestos que la doctrina ha llamado “subordinación completa”, donde el crédito deja de ser pagado, aún fuera del concurso, hasta que se haya extinguido el crédito beneficiario (*infra*, Capítulo I, 2.1). Pero, como hemos anticipado, no nos parece que todos los aspectos de la “subordinación completa” sean verdadera subordinación.

Por su parte, la idea del “posposición” del crédito nos acerca a la idea de pérdida de posición. Es esta la denominación que la doctrina y ciertas legislaciones ya han atribuido a la negociación del rango hipotecario, pero es también ilustrativa del efecto que acarrea la subordinación. Sin embargo, estimamos que la única deficiencia del concepto es su dualidad: “posponer” significa colocar algo después de otro, pero también dejar de hacer algo momentáneamente. La primera idea es propiamente subordinación, pero la segunda nos lleva nuevamente a la noción de postergación temporal. Aún así, proponemos hacer uso de este término para dar mayor fluidez a la lectura, pero bajo la prevención de hacerlo conforme a su primera acepción³².

Una cuestión adicional es la denominación dada al negocio jurídico que da origen a la subordinación. En este sentido, las expresiones que han triunfado en la práctica son las de “subordinación contractual” y “acuerdo de subordinación”. En esta línea se inscribe también la legislación española, como puede leerse del tenor del artículo 92.2 LC, que se refiere expresamente a la subordinación por “*pacto contractual*”. Sin embargo, cómo ya hemos tenido ocasión de precisar, entendemos que los casos de subordinación que no tienen su origen inmediatamente en la ley no resultan necesariamente de una convención. Su establecimiento podría ser perfectamente comprensible por la vía de un negocio jurídico de carácter unilateral emanado del acreedor subordinado. Por ello estimamos conveniente rechazar tales expresiones, reemplazándolas por las ideas de “subordinación voluntaria” o “negocio de subordinación”, entendiendo que ellas engloban un concepto más amplio, y, por tanto, un catálogo más extenso para sus diferentes fines económicos. Este es el camino seguido por la legislación chilena, en tanto el artículo 2.489 CCCh admite que la

³¹ De ahí que nos parezca más exacto el término “crédito subordinado” que el de “crédito legalmente postergado” utilizado en la Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal de 1995. Sin embargo, hay una cierta idea que pretende tratar a uno y otro concepto como sinónimos, como se evidencia en el paralelismo presentado por Giuseppe B. PORTALE (1996) “«*Prestiti subordinati*» e «*prestiti irredimibili*» (apunti)”, *BBTC*, Vol. 46, parte 1, p. 1.

³² Esta idea se plasma claramente en James L. LOPES (1980): “Contractual subordinations and bankruptcy”, *Bank. Law J.*, No. 97, p. 205, al definir la “subordinación contractual” como “el acuerdo conforme al cual uno o más acreedores de un deudor común aceptan *posponer* o *subordinar* el pago de sus créditos hasta que otro u otros acreedores del mismo deudor sean pagados”. La traducción y el énfasis son nuestros.

subordinación puede ser resultado de un “acto o contrato”, aunque la referencia está más bien relacionada a la idea de negocio jurídico unilateral o bilateral (*supra*, Capítulo I, 1.1).

Un segundo motivo por el cual el concepto de “subordinación contractual” debe ser rechazado es que los efectos jurídicos de los negocios de subordinación no deben situarse bajo el alero de las prestaciones contractuales. Con motivo de la posposición, los particulares no resultan obligados a prestación alguna (de dar, hacer o no hacer), sino que solamente alteran la regla de distribución proporcional de los créditos ordinarios. Lo anterior no implica que dos o más particulares no puedan desplazar conjuntamente la citada regla, pero ello no configura un contrato, sino que es resultado del hecho de que la exclusión voluntaria de una norma jurídica puede provenir de un concierto de voluntades a modo de negocio jurídico bilateral.

Finalmente, y siguiendo la nomenclatura utilizada generalmente por la doctrina, nos referiremos al crédito pospuesto como “crédito subordinado” y a su titular como “acreedor subordinado”, mientras que al respectivo o respectivos titulares de los créditos ordinarios como “acreedores beneficiarios”³³. Al igual que FERRÉ, quien da noticia del extenso uso en la literatura anglosajona de los términos *junior creditor* (para referirse al acreedor subordinado) y *senior creditor* (para referirse al acreedor beneficiario), no les utilizaremos porque - además del hecho que su uso quita innecesariamente valor a nuestro idioma - ni siquiera en tales sistemas se aplican exclusivamente en la esfera de la subordinación³⁴. Así, la literatura anglosajona también considera al acreedor preferente como un *senior creditor* respecto al ordinario, como asimismo al acreedor que goza de un grado de preferencia superior respecto al inferior, como ocurre en los casos en que las garantías reales admiten graduación.

³³ Tómesese nota, sin embargo, de lo expresado por Eduardo VALPUESTA GASTAMINZA (2004): “Artículo 92 – créditos subordinados”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (dir. Faustino Cordón Moreno), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 732, al comentar que “como regla general (que no se cumple cuando se trata de créditos de personas especialmente relacionadas con el concursado), lo subordinado son los créditos y no los acreedores, aunque por extensión a veces se aplique el calificativo al titular. Esto quiere decir que un acreedor titular de créditos privilegiados, ordinarios y subordinados será tratado respecto de la cuantía ya características de cada uno de estos grupos según sus reglas.” Sin perjuicio de estimar que esta afirmación es correcta, hemos preferido utilizar igualmente el concepto por razones de simplificación y sencillez de lectura: de este modo, cuando nos referimos al “acreedor subordinado” queremos decir “acreedor titular de un crédito subordinado”, de igual modo que al referirnos al “acreedor beneficiario” hacemos alusión al “acreedor titular de un crédito beneficiario”.

³⁴ FERRÉ, 2006, p. 216.

2. Distinciones preliminares

2.1. *Distinción de la subordinación voluntaria con los acuerdos postergatorios: el problema de la calificación jurídica de la "subordinación completa"*

Como hemos adelantado, una de las cuestiones más difíciles de resolver para una cabal comprensión de la subordinación voluntaria es la identificación de su específico ámbito de aplicación. A este respecto, veremos como la mayor parte de la doctrina continental ha trasplantado sin miramientos la práctica anglosajona, permitiendo que pueda hablarse de subordinación tanto dentro como fuera del campo de las reglas de la prelación de créditos³⁵. De hecho, basta recordar el reconocimiento legal de la subordinación voluntaria en el artículo 510(a) USC 11, como corolario de lo que en doctrina y jurisprudencia ya se venía afirmando (*supra*, Capítulo I, 1.1): el idéntico valor del negocio dentro y fuera del procedimiento concursal. Así, la doctrina anglosajona ofrece un tratamiento unitario de los negocios de subordinación, entendiendo por tales tanto los que buscan establecer limitaciones al pago impuestas al deudor o al propio acreedor subordinado, como los que alteran - a la baja - las reglas de prelación.

La asociación de ambos aspectos es lo que la doctrina ha denominado negocios de "subordinación completa"³⁶. Esta construcción supone que el deudor no podrá liberarse de la obligación en tanto no se haya extinguido el crédito beneficiario, a la vez que consagra una degradación del crédito subordinado para el evento del concurso. Esta conjunción tiene sentido en cuanto ambos aspectos pretenden otorgar mayor protección a un crédito en relación con otros, pero - veremos - tal afinidad no justifica un mismo razonamiento jurídico³⁷.

³⁵ Vid. Iñigo GÓMEZ JORDANA (1991): "Financiaciones subordinadas en Derecho español", *RDBB*, Año 11, No. 42, pp. 386 y 387; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 290 y 291; Tomás M. ARAYA (1999): *Subordinación de Créditos en los Negocios Jurídicos*, Ábaco, Buenos Aires, pp. 58 y 59; Nuria BERMEJO GUTIÉRREZ (2002): *Créditos y Quiebra*, Civitas, Madrid, p. 443; Abel VEIGA COPO (2006): "Los créditos subordinados en la Ley concursal", *RDBB*, Año 25, No. 102, p. 20, y FERRÉ, 2006, p. 229.

³⁶ Esta denominación es utilizada, entre otros, por CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), p. 378; David Gray CARLSON (1985): "A theory of contractual debt subordination and lien priority", *V.L.R.*, No. 38, p. 983; LOPES, *Bank. Law J.* 97 (1980), pp. 206 - 208; HUDSON / MEARS / GOTLIEB, *Com. Law Journal* 94 (1993), p. 419; Reade H. RYAN Jr. (1998): "The subordinated world of junk bonds", *Bank. Law J.*, Vol. 105, No. 1, p. 5; y Debra L. SCHNEBEL (2001): "Intercreditor and subordination agreements - a practical guide", *Bank. Law J.*, No. 118, p. 53. En el Derecho inglés se ha adoptado igual denominación, conforme dan constancia Phillip R. WOOD (1990): *The Law of Subordinated Debt*, Sweet & Maxwell, Londres, p. 8, y Eilís FERRÁN (1999): *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Nueva York, p. 549. Una excepción en el mundo anglosajón la encontramos en Bruce MAC DOUGALL (1994): "Subordination agreements", *O.H.L.J.*, No. 32, p. 229, que se refiere a ella con el apelativo de "absolute subordination", cuestión que - en el fondo - atiende al mismo fenómeno.

³⁷ Es por esta razón que no estimamos adecuadas definiciones tan amplias de la subordinación voluntaria como la otorgada por Philip R. WOOD (1995): *Project Finance, Subordinated Debt and State*

Como contrapartida, la doctrina se refiere a los negocios de “subordinación incompleta” como aquéllos que sólo pretenden la degradación del crédito en la escala de prelación³⁸. La referencia a su carácter incompleto nos da un indicio de que la doctrina ya estima que se trata de un mecanismo de protección más ligero, carente de una fuerza suficiente como para resguardar al acreedor beneficiario de modo absoluto. Pero como hemos venido expresando, a nuestro juicio, sólo esta segunda acepción se concilia con lo que es propiamente un negocio de subordinación, en tanto funciona como una alteración de la regla de distribución proporcional de los créditos ordinarios.

Ello genera ciertas interrogantes respecto a la articulación y calificación jurídica de los supuestos de “subordinación completa”. Para estos efectos, estimamos apropiado separar aguas entre las dos fases en que integran este negocio, manifestado, por una parte, en la intención de paralización de los pagos del crédito subordinado (de alcance ajeno a las reglas de prelación) y, por la otra, en el propósito de degradación (ahora sí, situado en las reglas de prelación). Dado que el grueso del presente trabajo se centra particularmente en esta segunda fase, este apartado sólo estará dedicado al análisis de la primera. Metodológicamente, hemos preferido tratar de esta fase postergatoria de los negocios de “subordinación completa”, aún cuando reconocemos

Loans, Sweet & Maxwell, Londres, p. 37, al señalar que la subordinación es una operación por la que un deudor acuerda que no será pagado por el deudor sino hasta que otro de los acreedores sea pagado en su totalidad.

³⁸ La doctrina anglosajona suele referirse a este supuesto como “*inchoate subordination*”, calificativo que hace alusión a su carácter rudimentario, incompleto e inmaduro. Así, CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), p. 377; GALLAGHER, *Bank. Law J.* 85 (1968), pp. 852 y 853; LOPES, *Bank. Law J.* 97 (1980), p. 206; COHN, *A.B.L.J.* 56 (1982), p. 295; HUDSON / MEARS / GOTLIEB, *Com. Law Journal* 94 (1993), p. 419; Grant GILMORE (1999): *Security Interest in Personal Property*, The Law Book Exchange, Union (New Jersey), p. 986; y FERRÁN, 1999, p. 549. Sin embargo, es interesante destacar el comentario efectuado por Peter F. COOGAN, Homer KRIPPE y Frederick WEISS (1965): “The outer fringes of article 9: Subordination agreements, security interests in money and deposits, negative pledge clauses, and participation agreements”, *H.L.R.*, Vol. 79, No. 2, p. 234, y por Edward EVERETT (1967): “Analysis of particular subordination provisions”, *Bus. Law.*, No. 23, p. 43, en el sentido que estas denominaciones – y especialmente la de “*inchoate subordination*” – pueden resultar confusas toda vez que dan la impresión de que es necesario que ocurra algo adicional para que tenga lugar la subordinación. De esta manera, prefieren denominarle “*insolvency subordination*” o “*issue subordination*”, respectivamente.

Alternativamente, la doctrina anglosajona se ha referido a ella como “*springing subordination*”, aludiendo a que pasa a tener efectos jurídicos una vez que “salte” (tenga lugar) la condición (*vid.* WOOD, 1990, p. 8) o “*contingent subordination*”, aludiendo a la eventualidad de su eficacia (CARLSON, *V.L.R.* 38 (1985), p. 983).

Sin embargo, también hay autores anglosajones que estiman que el concepto de “subordinación completa” no puede considerarse como el significado básico de la idea de “subordinación”. Ello puesto que esta modalidad es incompatible con las disposiciones de un contrato de crédito que ha establecido vencimientos específicos. *Vid.* CARLSON, *V.L.R.* 38 (1985), pp. 992 y 993.

que no responde a la idea de subordinación que hemos expresado. Aunque podríamos haber optado sólo por efectuar una nota sobre el particular, hemos estimado necesaria una revisión más detallada de la cuestión por varios motivos: *primero*, a efectos de distinguir su mecánica con aquélla que presenta la subordinación propiamente tal; *luego*, porque, como hemos señalado, la práctica suele agrupar ambas figuras en un único instrumento a modo de otorgar mayor protección al acreedor beneficiario, principalmente en los denominados “acuerdos de subordinación”, y, *finalmente*, porque la legislación chilena adolece de claridad en este sentido, en base a una evidente confusión de ambos supuestos³⁹.

Para resolver estas materias el plan a seguir es dar cuenta del tratamiento tradicional que la doctrina ha dado a los negocios de “subordinación completa”, para luego dar cuenta de las razones que nos impulsan a negar una posición unitaria. Logrado lo anterior, calificaremos los acuerdos de postergación como negocios de aplazamiento de la época del pago del crédito y revisaremos la configuración práctica de sus disposiciones.

2.1.1. La idea de la “subordinación completa” en la doctrina tradicional

La materia de la cual tratamos suele insertarse en el ámbito de las clasificaciones doctrinales de los negocios de subordinación, especialmente en lo referente a la extensión de sus efectos. En este sentido, la doctrina continental ha tendido a seguir ciegamente los parámetros ya expresados por los autores anglosajones, distinguiendo las categorías de “subordinación completa” e “incompleta”⁴⁰. Aunque también han sido frecuentes otras nomenclaturas para referirse al punto⁴¹, hemos preferido quedarnos con las fórmulas enunciadas

³⁹ La legislación española, en cambio, sólo trata de los negocios de subordinación en el ámbito de la clasificación y graduación de los créditos, descartando cualquier similitud con la postergación del pago fuera de la órbita de las reglas de prelación.

⁴⁰ Vid. Gian Franco CAMPOBASSO (1983): “Il prestiti subordinati nel Diritto italiano”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffè, Milán, p. 356; GÓMEZ – JORDANA, *RDBB* 42 (1991), pp. 386 y 387; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 290 y 291; ARAYA, 1999, pp. 58 y 59; Silvia VANONI (2000): *I Crediti Subordinati*, Giappichelli, Turín, p. 14; BERMEJO, 2002, p. 443; ALEMANY, 2004 (recurso electrónico); VEIGA, *RDBB* 102 (2005), p. 20, y FERRÉ, 2006, p. 229.

⁴¹ Ya en el Derecho continental, siguen la idea de “subordinación completa”, FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 290; VANONI, 2000, p. 14; Rafael SEBASTIÁN QUETGLAS (2008): “La subordinación de los créditos de las personas jurídicas”, *ADCo*, No. 15, p. 74, y FERRÉ, 2006, p. 229, aún cuando este último denomina al otro extremo de la clasificación como “subordinación condicional”. Por su parte, BERMEJO, 2002, p. 443 le denomina subordinación “plena” o “perfecta”, mientras CAMPOBASSO, 1983, p. 356, y ARAYA, 1999, p. 58, también le nombran “subordinación pura”. GÓMEZ – JORDANA, *RDBB* 42 (1991), pp. 386 y 387, incurre, no obstante, en un error terminológico al equiparar los términos “subordinación particular” con “subordinación completa”, de la misma manera como luego confundirá “subordinación general” con “subordinación incompleta”. Ello porque, como hemos visto, se trata de dos planos sustancialmente diferentes: uno relativo a los beneficiarios de la subordinación y otro referido a su ámbito de aplicación. En todo caso, cabe advertir que en la

atendiendo a su mayor precisión y a tratarse de aquéllas que han sido clásicamente empleadas por el Derecho norteamericano.

Así, la subordinación es calificada como “completa” cuando tiene lugar en toda circunstancia, esto es, sea o no en un evento de insolvencia del deudor, de manera que el acreedor subordinado no podrá cobrar ni recibir el pago de su crédito sino hasta la completa extinción del crédito o créditos beneficiados por la subordinación. Por su parte, la subordinación será “incompleta” cuando sólo tiene lugar en la órbita de las normas de prelación de créditos, circunstancia que normalmente será aquélla que se especifica en el “acuerdo de subordinación” como condición para que éste produzca todos sus efectos⁴². En este segundo caso, mientras no se configure el supuesto que da lugar a la posposición, el crédito subordinado puede ser extinguido conforme a las reglas generales.

Dado que los denominados negocios de “subordinación incompleta” configuran el tema central del presente trabajo, bien vale la pena enfocar nuestra atención en los supuestos de “subordinación completa”.

Como primer antecedente, cabe aclarar que su función es asegurar al acreedor beneficiario que los ingresos del deudor se destinarán primeramente al ejercicio de sus actividades, para posibilitar la generación de flujos futuros suficientes para el pago de todas sus deudas, y que, de ir generándose un sobrante, éste será destinado al pago del crédito beneficiario antes que al del crédito postergado. La finalidad económica subyacente puede resumirse básicamente de la siguiente manera: en eventos de normalidad financiera, el deudor debe cumplir con todas sus obligaciones conforme a los términos pactados, incluyendo la posibilidad de vencimiento anticipado. Pero puede ocurrir que se estime que uno de tales créditos no merece ser satisfecho sino hasta que otro lo sea completamente, lo que, en este ámbito, implica pretender que los flujos del deudor no deban dirigirse a su satisfacción porque se prefiere asegurar que tales dineros sean empleados para el pago de la deuda beneficiaria.

mayoría de los supuestos el binomio propuesto por GÓMEZ – JORDANA es correcto, en el sentido de que las subordinaciones generales deben ser “incompletas” y las subordinaciones particulares tienden a ser “completas”.

⁴² Esta idea es la que da pie al concepto de “subordinación sujeta a condición suspensiva” en el derecho continental, expresada por CAMPOBASSO, 1983, p. 356; Alberto MAFFEI ALBERTI (1983): “Nuovi strumenti di finanziamento e liquidazione coatta amministrativa”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, p. 479; ARAYA, 1999, p. 60, y FERRÉ, 2006, p. 229.

Por su parte, VANONI, 2000, p. 14, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 74, prefieren ajustarse al calificativo de “incompleta”, mientras FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 290, añade la idea de “subordinación imperfecta”. BERMEJO, 2002, p. 443, y VEIGA, *RDBB* 102 (2006), p. 20, prefieren esta segunda denominación, lo que se ajusta al hecho que los citados autores tratan el otro extremo como subordinación “perfecta” o “plena”. Finalmente, ALEMANY, 2004 (recurso electrónico), admite todas las ideas anteriores haciendo sinónimos los términos “incompleta, contingente o imperfecta”.

Debe aclararse que este tipo de cláusulas cobran sentido como un *plus* de protección al crédito ordinario, teniendo razón de ser en los casos de “subordinación particular”. Suponer un caso de “subordinación completa” y general puede implicar vaciar de contenido a la obligación, ya que significaría que el acreedor no podría cobrar los créditos cuando el deudor tenga cualquier otra clase de obligación pendiente de cumplimiento, lo que es normal en cualquier forma de actividad económica⁴³. En otras palabras, significaría proclamar “no te pagaré un solo centavo mientras yo tenga otros acreedores”, cuestión que deja a la obligación con una coactividad mínima, excluyendo la responsabilidad patrimonial universal prevista en los artículos 1.911 CC y 2.465 CCCh (*infra*, Capítulo II, 4).

Al contrario, probablemente se está pensando en el caso de que la financiación de una empresa se consiga de dos fuentes: de parte de un acreedor beneficiario y de otro subordinado. En el lenguaje típico de las financiaciones de proyecto (“*project finance*”), el acreedor subordinado suele conocerse bajo el nombre de “patrocinador” (“*sponsor*”), por el hecho de tratarse de una entidad relacionada al deudor que se compromete a que, en caso de que los fondos disponibles resulten insuficientes para completar el proyecto, inyectará los recursos adicionales necesarios a tal fin. Así, se supone que los inversores relacionados concederán los fondos necesarios sea por medio de préstamos o sea mediante el expediente de la aportación de capital, aunque esta segunda alternativa sólo será aplicable en caso que los *sponsors* sean o pasen a ser socios de la sociedad deudora. En este segundo caso, el inversor queda “subordinado” en el cobro del crédito por efecto legal: los socios o accionistas son los últimos en pagarse en caso de insuficiencia patrimonial, dado que no son titulares de créditos sino de participaciones sociales, o de lo que en términos financieros se denomina como “pasivo no exigible”. Sin embargo, el inversor puede estar incentivado a seguir el mecanismo del préstamo, principalmente por la ventaja que significa la posibilidad de rebajar los intereses de la carga tributaria del deudor. Pero, en este último caso, el financiador externo podría ver diluida su posibilidad de cobro en caso de insuficiencia patrimonial dado que el préstamo complementario tendrá el carácter de ordinario, sujetándose, por tanto, a las reglas de la distribución proporcional de la masa. Es en esta circunstancia en la que el primer financiador exigirá normalmente que los créditos de los inversores relacionados se subordinen a la satisfacción de sus propios créditos.

Pero en uno y otro caso, el financiador externo estará interesado en la paralización de los pagos al *sponsor* a todo evento, sea a título de distribución de dividendos o de pago de los créditos subordinados, ya que por medio de esta vía se asegura que los resultados de la actividad del deudor se destinen primeramente a la operatividad de la empresa o, al menos, al pago de su crédito, en lugar de destinarse a la satisfacción de los inversores relacionados. Esta lógica es la que también justifica la

⁴³ En sentido contrario, *vid.* COHN, *A.B.L.J.* 56 (1982), p. 295; VANONI, 2000, p. 28, y FERRÉ, 2006, p. 233, quienes no objetan la juridicidad de este supuesto, aunque dan cuenta de su escasa aparición en el tráfico.

postergación y subordinación de los créditos de quienes se encuentren de algún otro modo vinculados a la administración o titularidad de la empresa. Lo que en resumen se pretende evitar, como indica LOPES, es que los dineros de una empresa en problemas se desvíen a las manos de las personas relacionadas al deudor ("*insiders*"), aún cuando no se haya abierto un procedimiento concursal⁴⁴.

Todo lo anterior puede lograrse mediante una suspensión absoluta en el pago de uno de los créditos, o, en su defecto, establecer ciertas circunstancias que provoquen tal paralización⁴⁵. Como bien señala FERNÁNDEZ DEL POZO la suspensión absoluta puede ser demasiado rigurosa, de manera que siempre pueden establecerse ciertas circunstancias o pagos posibles no obstante la existencia de la cláusula⁴⁶. Los supuestos que darán origen a la postergación de pagos, en suma, se relacionarán con la finalidad del negocio de financiación del cual el acuerdo postergatorio forma parte.

Así, en los casos en que el acreedor subordinado sea un "*insider*", lo normal será el establecimiento de una cláusula rígida que impida toda suerte de pagos⁴⁷. En los demás casos, los acuerdos tienden a brindar una mayor flexibilidad, permitiendo que el crédito postergado se extinga en tanto no exista un peligro para el cumplimiento del crédito beneficiario, cuestión que podrá calificarse atendiendo a cualquiera de las fórmulas que pasamos a reseñar. Se han advertido tres mecanismos de flexibilización de la postergación: uno relativo a la división del crédito, otro a la normalidad de los pagos, y un último al establecimiento de ciertas razones financieras que, deterioradas, pueden activar la postergación:

- (i) La primera fórmula implica que el capital nunca podrá ser pagado sino hasta la extinción del crédito beneficiario, mientras los intereses pueden ser satisfechos conforme a su calendario de vencimiento⁴⁸. Pero aún en este caso, la subordinación puede pasar a ser completa en cuanto se produzca, por ejemplo, el incumplimiento en el pago del crédito beneficiario o tenga lugar alguna de las circunstancias de las que daremos cuenta en las fórmulas siguientes. Una estructura como la

⁴⁴ LOPES, *Bank. Law J.* 97 (1980), pp. 207 y 208.

⁴⁵ Para la distinción de los supuestos que motivan la extensión de la suspensión en el pago de la deuda postergada, vale considerar las circunstancias del crédito en sí. De este modo, una mayor cercanía entre deudor y acreedor postergado bien podrá motivar una limitación absoluta, mientras ciertas formas de financiación pueden exigir un cierto grado de flexibilidad para el cumplimiento de la obligación. Para una distinción entre estos supuestos, *vid.* Kevin C. DOOLEY y Thomas G. ROCK (1996): "Subordination agreements: Suggested approaches to key issues", *Bank. Law J.*, Vol. 113, No. 7, pp. 708 y 709, que utilizan la eficaz analogía de la "profundidad y anchura" del acuerdo de postergación.

⁴⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 290 y 291.

⁴⁷ WOOD, 1990, p. 53.

⁴⁸ *Vid.* CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 35, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 74.

descrita tiene mayor sentido mientras mayor sea la lejanía entre el deudor y el acreedor postergado, como para incentivar que este último igualmente participe – aún en una estructura de subordinación y postergación - en esta clase de operaciones financieras. Se trata, en conclusión, de una forma de limitar los riesgos del acreedor postergado, asegurándole un cierto nivel de retorno.

La escisión del crédito también puede efectuarse señalando que éste será postergado sólo hasta cierto monto. Lo anterior supone una división teórica del crédito postergado, en el sentido de considerarlo, para todos los efectos, como si se tratara de dos créditos independientes: el primero, postergado conforme a los términos del acuerdo, y el segundo, íntegramente exigible. Tal división, no obstante, sólo es teórica y tendrá aplicación en tanto no estemos ante supuestos en los que tengan lugar las normas de prelación de créditos.

- (ii) El segundo mecanismo pretende subordinar todos los créditos que se contraigan entre el deudor y los *insiders* que no se ajusten a las reales necesidades de la empresa. Ello ocurrirá, por ejemplo, cuando en los contratos celebrados por las partes se hayan dispuesto cláusulas contractuales exageradas (por ejemplo, precios irrisorios) que pretendan ocultar un traspaso de fondos. Esta situación puede resolverse de diversos modos, siendo la postergación de tales créditos sólo uno de ellos. Las financiaciones de proyecto suelen establecer obligaciones accesorias ("*covenants*") consistentes en que todos los contratos que sean celebrados entre el deudor y sus patrocinadores se ajusten a las condiciones de mercado ("*arms' length conditions*"), de modo que su infracción permite al acreedor exigir el pago anticipado de la deuda.

La alternativa de la postergación, en cambio, no impide que los contratos sean suscritos en una u otra condición, sino que sólo establece que de transgredirse los límites previamente establecidos en el acuerdo de postergación, el pago de los créditos que nazcan de tales contratos será suspendido mientras no se extinga completamente la deuda beneficiaria.

- (iii) La última técnica consiste en sujetar la posibilidad del pago del crédito subordinado al cumplimiento de determinadas razones financieras que aseguren al acreedor beneficiario la correcta protección de su crédito. Tales razones se refieren principalmente a los niveles de solvencia y liquidez del deudor, de modo que, cumplidas que sean, el crédito subordinado podrá ser pagado conforme a sus términos. Pero, de infringirse, la cláusula postergatoria entrará en vigor, suspendiendo inmediatamente el pago del crédito subordinado. Por medio de este mecanismo, el acreedor beneficiario no hace sino adelantarse a la

declaración de concurso, que, evidentemente, hará plenamente aplicable la “cláusula de subordinación”.

Una variante de lo anterior consiste en establecer hechos específicos que provoquen la suspensión de los pagos del crédito subordinado (conocidos como “*stopper events*” o “*blockage provisions*”), que incluyen la violación de obligaciones accesorias del crédito beneficiario (“*covenants*”), la vulneración de las cláusulas de declaraciones (“*representations and warranties*”), la disminución de las garantías otorgadas a favor del acreedor beneficiario, o el vencimiento anticipado de la deuda subordinada, entre otros ⁴⁹. Pero el ejemplo más típico se produce con motivo del incumplimiento de la deuda beneficiaria⁵⁰. La razón de ello parece clara: si por cualquier motivo - sea voluntario o no - el deudor ha dejado de cumplir sus obligaciones con el financiador externo, la lógica indica que éste no deseará que los recursos de la empresa puedan ser destinados al cumplimiento de las obligaciones postergadas.

Valga una última aclaración que denota la confusión que se presenta en esta materia. Cuando la condición que desencadena la suspensión en el pago del crédito subordinado es un evento diferente a la insolvencia del deudor, la doctrina duda si se trata de una subordinación completa o incompleta. Para algunos autores se trata de un supuesto de subordinación incompleta, atendiendo al hecho que estamos ante una posposición condicional del pago del crédito subordinado⁵¹. Para otros, en cambio, tiene el carácter de una subordinación completa, dado que se atiende a que su ámbito de aplicación va más allá de las reglas de la prelación de créditos⁵². En línea con lo que venimos expresando, esta última es la respuesta que nos parece más convincente.

⁴⁹ Vid. VANONI, 2000, p. 26.

⁵⁰ DOOLEY / ROCK, *Bank. Law J.* 113.7 (1996), p. 711, denominan genéricamente a todas dichas estipulaciones como “cláusulas de bloqueos de pago” (“*payment blockage provisions*”) en el sentido de permitir que el acreedor beneficiario pueda informar tanto al deudor como al acreedor postergado de que a partir de tal momento, y mientras no se solucione el hecho desencadenante, no se puede proceder a pago alguno de capital e intereses de la deuda. Este bloqueo no se refiere sólo a la capacidad del deudor de efectuar un pago válido, sino también del acreedor postergado de ejercer cualquier acción destinada a su cobro (“*standstill provisions*”) que no sea la comunicación del crédito una vez abierto el concurso.

⁵¹ ARAYA, 1999, p. 61.

⁵² FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 290.

2.1.2. *Nuestra posición: el ámbito de aplicación de la subordinación voluntaria restringida a las reglas de prelación de créditos*

Como se refleja en el artículo 510(a) USC 11, el sistema norteamericano equipara las ideas de postergación y subordinación del crédito. Ello ha llevado a la doctrina – a partir de CALLIGAR – a tratar estos negocios desde una base unitaria⁵³. Sin embargo, esta asimilación no es predicable de los sistemas continentales, en lo que la subordinación ha sido reconocida únicamente en el ámbito de la prelación de créditos⁵⁴. Las reglas de prelación sólo tienen sentido cuando los bienes del deudor son insuficientes para el pago de todas sus deudas, por lo que se aplican tanto en un supuesto de liquidación concursal como mediante el ejercicio de las tercerías de mejor derecho en el juicio ejecutivo⁵⁵. Si el deudor no está en alguno de tales supuestos, la ordenación de los créditos deja de tener sentido por cuanto el deudor debe cumplir con sus obligaciones (sean preferentes, ordinarias o subordinadas) al tiempo de su vencimiento. “En circunstancias ordinarias y supuesta la solvencia del deudor - señala FERNÁNDEZ LÓPEZ -, basta y sobra a cualquier acreedor – privilegiado o no – con el ejercicio de las acciones ordinarias que el Derecho le concede para la defensa y satisfacción de su crédito”⁵⁶.

Ahora bien, en caso de insuficiencia, los pagos no son directamente efectuados por el deudor, sino por el órgano a quien se ha encargado realizar la distribución del producto de la liquidación patrimonial. Las reglas de prelación, en suma, sólo se dirigen a la administración concursal o del síndico de quiebras, según el caso, o al tribunal que conoce del juicio ejecutivo en el que se ha entablado la tercería de mejor derecho. Pero jamás al deudor, quien debe pagar los créditos a su vencimiento. Como señala SCHLESINGER, incluso la idea de igualdad de los acreedores se expresa en el artículo 2.741 del *Codice Civile* como el igual derecho de los acreedores a ser satisfecho *en los bienes del deudor*, y no el igual derecho a ser satisfecho *por el deudor*, de lo que se deduce la inequívoca referencia al procedimiento ejecutivo, universal o singular⁵⁷.

⁵³ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), pp. 377 y ss.

⁵⁴ Ello queda de manifiesto, por ejemplo, al revisar la referencia a las subordinación voluntaria en el § 39 *InsO* y en los artículos 92 LC y 2.489 CCCh.

⁵⁵ Téngase presente la SCS de 8 de septiembre de 1937 (GJ 47), que resolvió que los artículos 2.465 y 2.469 CCCh (relativos a la responsabilidad patrimonial universal) no sólo tienden a regular la situación de los acreedores en los casos de concurso y de cesión de bienes, sino más generalmente en todos aquellos en que se suscita un conflicto derivado de la concurrencia de varios acreedores que ejercitan sus derechos sobre idénticos bienes del deudor, que pueden ser insuficientes para el pago de sus créditos. Dicha resolución se encuentra disponible en *Gaceta Jurídica*, No. 47, p. 191.

⁵⁶ Aunque referido al sistema procesal civil anterior, *vid.* Miguel Ángel FERNÁNDEZ LÓPEZ (1991): *Derecho Procesal Civil*, T. III, Centro de Estudios Ramón Aceres, Madrid, pp. 322 y 323.

⁵⁷ Piero SCHLESINGER (1995): “L’eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore”, *RDProc*, Año L, No. 2, p. 323. A la misma conclusión puede llegarse de la lectura del artículo 2.469 CCCh, que evidentemente se está refiriendo a los procedimientos de apremio al tratar de las diferentes formas de coordinación de los créditos, suponiendo la posibilidad “*de exigir que se*

En suma, las reglas de prelación de créditos – incluida la fórmula de subordinación – no tienen por objeto alterar la disciplina de la relación obligatoria, afectando el deber de prestar o el poder de exigir, elementos que sí se alteran en los acuerdos de postergación⁵⁸. Éstos últimos pretenden ser vinculantes al deudor, de manera de impedirle cumplir cierta obligación mientras no se encuentre íntegramente extinguido el crédito beneficiario. Y pretenden hacerlo mediante la incorporación de un plazo indeterminado que haga que la obligación postergada no sea exigible sino hasta que tal evento ocurra. En este sentido es que los negocios de postergación y de subordinación no pueden ser asimilados ni en su naturaleza ni respecto a su régimen jurídico.

Hemos visto cómo los negocios de subordinación completa se configuran articulando estos dos aspectos, aunque – por ahora y para efectos de este capítulo - sólo trataremos la fase de postergación. Debemos partir desde la identificación de los efectos jurídicos que las partes involucradas pretenden obtener por medio de la celebración de un “acuerdo de postergación”. La consecuencia buscada será, sin lugar a dudas, retrasar el pago del crédito postergado, de modo que: (i) el deudor no pueda efectuar un pago satisfactorio a favor del acreedor postergado sin que previamente se haya extinguido el crédito beneficiario; y (ii) el acreedor postergado no pueda exigir el pago del crédito postergado sino hasta ocurrida igual circunstancia⁵⁹.

Para lograr lo anterior, una primera idea se basa en el establecimiento de obligaciones de no cobrar u obligaciones de no pagar, según correspondan al acreedor postergado o al deudor, respectivamente. Pero para entender esta justificación debemos retroceder hasta la tipología de la “cláusula postergatoria”, entendiendo que ésta indefectiblemente altera la relación obligatoria previa existente entre el deudor y el acreedor postergado. Para estos efectos, imagínese el ejemplo más simple: un acreedor ha prestado ciertos fondos a intereses estableciendo que la primera cuota de capital deberá ser pagada en el término de cinco años. Al cabo de un par de años, el deudor

vendan todos los bienes del deudor hasta concurrencia de sus créditos, incluso los intereses y los costos de la cobranza, para que con el producto se les satisfaga íntegramente si fueren suficientes los bienes, y en caso de no serlo, a prorrata, cuando no haya causas especiales para preferir ciertos créditos...”

⁵⁸ Curiosamente, ya en el ámbito del Derecho norteamericano, HUDSON / MEARS / GOTLIEB, *Com. Law Journal* 94 (1993), p. 422, dan cuenta de un criterio jurisprudencial similar: en *Sumitomo Trust & Banking Co., Los Angeles Agency v. Holly's Inc.*, 140 B.R. 643 (Bankr. W.D. Mich. 1992), se consideró que no tiene el carácter de un acuerdo de subordinación la mera obligación del deudor de no efectuar pagos de la obligación subordinada en tanto no se haya extinguido la obligación principal. De lo anterior se desprende que una obligación de esta clase no será reconocida en sede concursal a efectos de alterar la graduación en el pago de los créditos.

⁵⁹ Así, CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), p. 381, señala que un acuerdo de subordinación completa puede tener el formato de un pacto tripartito, de un acuerdo suscrito por el deudor y el acreedor subordinado, o una simple carta dirigida por este último al acreedor beneficiario. Veremos cómo pueden articularse tales opciones a la luz del los ordenamientos continentales.

atisba que tales fondos no resultan suficientes para el desarrollo de su actividad, de manera que debe buscar una nueva fuente de financiación. El nuevo financiador – adverso a todo riesgo – exige que el cumplimiento del primer crédito sea postergado hasta la completa extinción del suyo (y, probablemente, que sea subordinado para el caso de insolvencia), pagadero en el plazo de ocho años. El primer acreedor advierte las ventajas del nuevo préstamo para sus posibilidades de pago y, ante las nuevas negociaciones (ahora tripartitas), accede a lo solicitado por el nuevo financiador. Ahora bien, al tiempo de redactar la “cláusula postergatoria” no debe dejar de observarse que también será necesario alterar las condiciones y términos originales del primer crédito. No basta con señalar que éste no será pagadero sino hasta que el segundo se haya extinguido, sino realmente modificar el calendario de pagos originalmente propuesto. Si no fuera de este modo, al devengarse la primera cuota de capital del primer préstamo (en el ejemplo, transcurridos los cinco años desde su contratación), la obligación sería actualmente exigible, pero el deudor no podría pagar y el acreedor no podría cobrar en virtud del “acuerdo de postergación” sino hasta pasados cinco años más. Una solución como la anterior conllevaría efectos muy adversos para este primer crédito, principalmente en lo relativo a la mora, al devengo de intereses moratorios, al transcurso del plazo de prescripción, entre otros.

Esta solución no tiene sentido. Si el deudor y el acreedor subordinado han decidido postergar el pago del crédito, lo lógico es entender que el calendario de pagos originalmente pactado ha sido – aún tácitamente – modificado: en esto consiste propiamente “postergar”. Así, deberá entenderse que el crédito sólo será actualmente exigible cuando se haya extinguido el crédito beneficiario. En caso contrario se produciría – técnicamente – un binomio imposible: el deudor estaría obligado a pagar el primer crédito a su vencimiento, y, al mismo tiempo, estaría obligado a no pagarlo conforme a la “cláusula postergatoria”. La imposibilidad del binomio resulta evidente, si consideramos que, en esta estructura, el deudor o bien incumple el primer préstamo o bien incumple el acuerdo postergatorio, pero jamás podrá dar cumplimiento simultáneo a sus dos obligaciones. Otro tanto puede decirse de la posición del acreedor subordinado, quien tendría derecho a exigir el pago del crédito conforme a sus términos, pero estaría impedido de hacerlo en virtud de la obligación negativa asumida a favor del acreedor beneficiario⁶⁰.

La alteración del momento del pago sólo puede lograrse – en buena técnica jurídica – mediante el establecimiento de una modalidad suspensiva. Creemos, sin embargo, que el recurso a la condición no resulta satisfactorio. Para asumir una solución como tal, la condición a la que se sujeta el crédito postergado sería la extinción del crédito beneficiario, de tal modo que – mientras ésta no tenga lugar – el crédito permanecería en una fase de pendencia. Esta solución puede parecer adecuada dado que el pago que se efectúa en esta etapa de incertidumbre será repetible, lo que permitiría al acreedor beneficiario obligar al deudor y al acreedor subordinado a llevar a cabo la correspondiente devolución. Sin embargo, creemos que se estaría partiendo

⁶⁰ Vid. Mauro ORLANDINI (2000): *Pactum de Non Petendo e Inesigibilità*, Giuffrè, Milán, p. 16.

de una base errada. La condición se entiende en cuanto evento incierto, cuya ocurrencia futura no es anticipable por ninguna de las partes. Si tal hecho consiste en la extinción del crédito beneficiario, éste no puede resistir la calificación de incertidumbre. El ordenamiento jurídico no admite obligaciones perpetuas, de modo que siempre existirá un momento en el tiempo en que el crédito beneficiario se extinguirá, aunque sea por medio de la prescripción⁶¹. Por tanto, el hecho de la extinción de un crédito es futuro, pero jamás incierto.

Queda entonces la alternativa del término suspensivo, explicación que nos parece más que razonable. Obsérvese, en todo caso, que no debe caerse en la tentación de tratarle como un “término determinado”, que supondría que el nuevo plazo del crédito postergado es equivalente al del crédito beneficiario. De ser así, transcurrido el plazo ambos créditos serían actualmente exigibles y el deudor podría pagar el crédito postergado sin extinguir el crédito beneficiario. No es esto lo que el negocio pretende. Por esto, el *dies ad quem* estará dado por el instante mismo en que el crédito beneficiario se ha extinguido, por el modo que sea, momento que no es conocido al tiempo de la imposición del plazo, aunque se sabe que se producirá en el futuro. Lo anterior implica, por tanto, que el crédito postergado quedará sujeto a un “término indeterminado” (o *dies certus an et incertus quando*)⁶².

Pero esta construcción tendrá un inconveniente: el pago efectuado aún pendiente el término podría ser eficaz y liberatorio, de manera que se mantendría firme y no podría ser repetido ni dejado sin efectos (artículos 1.126 CC y 1.495 CCCh)⁶³. Por ello, bien podría decirse que la protección del acreedor beneficiario – al parecer un tercero desde la perspectiva del crédito postergado – no sería suficiente toda vez que el deudor y el acreedor postergado siempre podrían convenir un pago anticipado, sin infringir la “cláusula postergatoria”, en tanto ambos acepten tal anticipación. Para responder a lo anterior debemos volver a la idea de que el principal interés del acreedor beneficiario redundará en que el crédito postergado no sea exigible - y, por tanto, no pueda extinguirse mediando la voluntad de las partes -, sino hasta completamente extinguido su crédito. Si observamos con atención, resultará que el nuevo plazo no ha sido establecido ni en favor del deudor ni del acreedor postergado, sino propiamente a favor del acreedor beneficiario, aunque éste parezca ser un tercero desde la óptica del crédito postergado.

Un término establecido a favor de un tercero puede parecer de difícil configuración, especialmente si se toma en cuenta que la mayor parte de la doctrina –

⁶¹ No puede tratarse de una abstención perpetua porque ello infringiría el principio que impide esta clase de obligaciones, que en el Derecho español se recoge especialmente en el artículo 1.583 CC, referido al arrendamiento de servicios.

⁶² En este sentido se debe leer la segunda frase del artículo 1.125 CC.

⁶³ El artículo 1.495 CCCh dispone que: “Lo que se paga antes de cumplirse el plazo no está sujeto a restitución.”

al tratar el problema de su renuncia – usualmente resuelve según a quién beneficia el plazo, y, al hacerlo, establece una división tripartita entre aquél establecido a favor del deudor, del acreedor o de ambos ⁶⁴. También se dificulta del tenor literal del artículo 1.127 CC, de cuya lectura sólo aparecen estas tres opciones.

Cuando nos referimos a la sujeción del crédito postergado a un plazo suspensivo nos estamos refiriendo propiamente a la determinación del “tiempo del pago”. Quiere decir lo anterior que no es la obligación en sí la que se encuentra pendiente, sino sólo su cumplimiento⁶⁵. En este sentido, el tiempo funciona – al decir de DÍEZ – PICAZO -, tanto como requisito de eficacia del pago como límite a las facultades de las partes⁶⁶. Ambas cuestiones se refieren a un fenómeno común: que el pago no pueda ser efectuado por el deudor ni requerido por el acreedor sino hasta el vencimiento del plazo. Incluso, cualquier pretensión de pago en un momento diferente al pactado no constituye propiamente el cumplimiento exacto de la prestación debida.

No obstante, si bien el plazo debe ser entendido como límite a las aspiraciones de pago de acreedor y deudor, también debe ser revisado como beneficio⁶⁷. La existencia del término, entonces, siempre responderá al interés de quien, con motivo de la postergación en el deber de pago, adquiere alguna ventaja económica y jurídicamente protegida. Lo usual, hemos reseñado, es que tal ventaja se radique en alguna o en ambas partes de la relación, pero nada obsta a que la ventaja económica se radique en un tercero aparentemente ajeno a la relación. Ya nos señala DÍEZ – PICAZO, ante la pregunta de a quién beneficia la existencia del plazo, que deberá indagarse en cada caso concreto el interés que motivó su señalamiento⁶⁸. En similar sentido, DOMÍNGUEZ LUEGO agrega que “... antes de aplicar el criterio subsidiario del artículo 1.127, se ha de acudir a la naturaleza o circunstancias de la obligación, y de ahí deducir en qué manera el factor temporal limita o no las facultades de las partes”⁶⁹. Finalmente,

⁶⁴ Para ello, basta hacer referencia a Luis DÍEZ – PICAZO (1959): “El pago anticipado”, *RDM*, Vol. 28, No. 73, pp. 47 – 54; Jesús CARDENAL FERNÁNDEZ (1979): *El Tiempo en el Cumplimiento de las Obligaciones*, Montecorvo, Madrid, pp. 42 y 43; Antonio HERNÁNDEZ GIL (1983): *Derecho de Obligaciones*, CEURA, Madrid, p. 430; Andrés DOMÍNGUEZ LUELMO (1992): *El Cumplimiento Anticipado de las Obligaciones*, Civitas, Madrid, p.42, y José Luis LACRUZ BERDEJO (2007): *Elementos de Derecho Civil. Derecho de Obligaciones*, Vol. I, Cuarta edición, revisada y puesta al día por Francisco Rivero Hernández, Dykinson, Madrid, pp. 146 y 147.

⁶⁵ Manuel ALBALADEJO GARCÍA (1957): “Condición, término y modo”, *RDN*, Vol. 3, pp. 76 y 77, distingue los términos de eficacia y de ejercicio. Este último sólo atañe al ejercicio de los derechos y el cumplimiento de las obligaciones, de lo que se sigue que no es una modalidad del negocio, sino sólo de su cumplimiento.

⁶⁶ DÍEZ – PICAZO, *RDM* 28.73 (1959), pp. 45 y 46.

⁶⁷ De hecho, como recalca DOMÍNGUEZ LUELMO, 1992, p. 42, no cabe hablar tanto del “beneficio” del plazo como del interés sobre el mismo. No es que exista un derecho al plazo para alguien, sino que el cumplimiento de la obligación ha sido sujeto a un término en cuanto que su postergación satisface el interés de alguien.

⁶⁸ DÍEZ – PICAZO, *RDM* 28.73 (1959), pp. 47.

⁶⁹ DOMÍNGUEZ LUELMO, 1992, p. 45.

PASCUAL advierte que “cuando el *dies* se ha configurado como verdadero núcleo del interés de las partes, en el negocio, relacionando los efectos del término directamente con la misma esencialidad del contrato, no es posible un cumplimiento extemporáneo, la contraria idea conduciría a la frustración de aquel fin práctico perseguido por el contrato y a cuya esencialidad colaboraron eficaz y definitivamente las partes”⁷⁰.

En una relación habitual, bipartita, lo normal es indicar que el interés ronda a uno o a ambos involucrados, pero en el caso de los “acuerdos postergatorios” hemos de recordar que la relación necesariamente ha pasado a ser “tripartita”. Así, aún cuando el acreedor beneficiario se estime tercero en la relación que conforma al crédito subordinado, no puede negarse su calidad de partícipe en el “acuerdo de postergación”, negocio jurídico que justifica la modificación del término del crédito postergado. Por ello, no se trata de un tercero del todo ajeno a la relación jurídica existente entre deudor y acreedor postergado, aún cuando su participación no se refiera a toda la relación obligatoria, sino sólo a su época de pago. Así, bien puede asimilarse su posición a la del beneficiario de una estipulación a favor del tercero, entendiendo que la “estipulación” consiste en la nueva cláusula de aplazamiento.

Por tanto, si el interés que ha motivado al acreedor postergado y al deudor para establecer un término indeterminado para el cumplimiento de la obligación ha sido la protección que ello significa para el acreedor beneficiario, lo lógico es concluir que los primeros no puedan renunciar al beneficio del plazo sin la aquiescencia de este último⁷¹. En la lógica de la estipulación a favor de terceros, esta cláusula no podrá ser revocada una vez aceptada por el acreedor beneficiario (artículos 1.257 CC y 1.449 CCCh).

Por ello, volviendo al significado del plazo como requisito de eficacia del pago y límite a las facultades de las partes, un pago efectuado sin acatar sus términos será un pago jurídicamente ineficaz⁷². De este modo, y siendo el acreedor beneficiario la parte interesada en la conservación del plazo, el Derecho ha de tutelar tal legítima pretensión, concediéndole acción para que el pago – no liberatorio – sea dejado sin efectos. Lo anterior, sumado al hecho de que el acreedor postergado bien puede rechazar una pretensión de pago anticipado, del mismo modo que el deudor puede

⁷⁰ Luis PASCUAL ESTIVILL (1986): *El Pago*, Bosch, Barcelona, pp. 105 y 106.

⁷¹ Lo anterior se desprenderá con mayor fuerza si esta cuestión se observa desde la perspectiva de que lo “verdaderamente esencial será determinar si la intención de las partes conduce a interpretar que una de ellas puede válidamente exigir o imponer el cumplimiento a la otra antes de la llegada del término. Para ello, en realidad, habrá que atender a la naturaleza de la relación obligatoria pactada, de modo que serán las circunstancias particulares de la misma las que determinen si una de las partes puede o no prescindir del elemento temporal.” (DOMÍNGUEZ LUELMO, 1992, p. 66).

⁷² DOMÍNGUEZ LUELMO, 1992, p. 33.

excepcionarse del requerimiento de pago por tratarse de una obligación que no es actualmente exigible.

Demostrado entonces que el régimen de la “cláusula de postergación” no debe asimilarse a la que corresponde a un negocio de subordinación, sólo nos queda someter a examen al artículo 2.489 CCCh, que – muy lamentablemente - confunde ambos supuestos⁷³. A este respecto, el Derecho chileno, pretendiendo una estructura unitaria como aquélla que describe tanto la práctica como la normativa del Derecho norteamericano, establece iguales consecuencias para el supuesto de subordinación dentro y fuera del ámbito de la prelación de créditos, aún cuando le trate específicamente en el Título XLI del Libro IV del CCCh, denominado precisamente “De la prelación de créditos”. De ahí que sea necesario dar cuenta de los siguientes problemas normativos:

- (i) Conforme al inciso quinto del citado artículo 2.489 CCCh, *“La subordinación establecida por uno o más acreedores será obligatoria para el deudor si éste ha concurrido al acto o contrato o lo acepta por escrito con posterioridad, así como si es notificado del mismo por un ministro de fe, con exhibición del instrumento”*⁷⁴.

El error es evidente si volvemos a la idea que las reglas de prelación están dirigidas al órgano encargado de distribuir los activos conforme a las normas de la prelación de créditos. Así, esta disposición equivaldría a sostener que el mejor derecho al pago por parte de un crédito privilegiado también debería ser oponible de alguna manera al deudor.

Por ello, esta norma sólo tendrá sentido cuando efectivamente se quiera que el deudor esté impedido de efectuar el pago del crédito subordinado, lo que implica que ya no nos encontramos en un supuesto de prelación de créditos, sino de postergación. Pero si aquél es el efecto deseado, lo lógico es que no baste la sola notificación de la postergación. Ya hemos indicado que ella afecta la disciplina de la relación obligatoria, de manera que no parece válida su alteración – mediante la incorporación de un plazo - sin contar con el consentimiento del deudor.

- (ii) El inciso sexto del artículo 2.489 CCCh dispone que *“El incumplimiento de la subordinación dará lugar a indemnización de perjuicios en contra del deudor ...”*

⁷³ Esta cuestión no es igualmente predicable del ordenamiento español, cuyo artículo 92.2 LC – de modo muy acertado - sólo se refiere a su calificación como crédito subordinado en la escala de prelación.

⁷⁴ En el Derecho chileno, el término “ministro de fe” se refiere a una autoridad pública cuya participación en un determinado acto le confiere un mayor valor probatorio.

Esta norma, tal como la anterior, reposa en la idea de que la subordinación se traduce en una obligación negativa del deudor, cuyo incumplimiento resulta en la necesaria indemnización de perjuicios. Pero ya hemos dicho que la ejecución de las reglas de prelación no corresponde al deudor sino sólo al órgano encargado de efectuar las distribuciones del activo insuficiente. De este modo, es imposible que el deudor incumpla la referida regla de graduación.

Por ello, y a mayor abundamiento de lo dispuesto en el inciso quinto del mismo artículo, resultará que el deudor no sólo podría ser notificado de una alteración de la relación obligatoria, sino que también podrá serle informado el hecho de que ha contraído una nueva obligación, de carácter negativo, aún sin contar con su consentimiento.

- (iii) Finalmente, de acuerdo al inciso final del artículo 2.489 CCCh, *“La subordinación obligará a los cesionarios o herederos del acreedor subordinado y el tiempo durante el cual se encuentre vigente no se considerará para el cómputo de la prescripción de las acciones de cobro del crédito.”*

La parte que nos interesa es la frase final, la cual expone un caso de “suspensión” de la prescripción extintiva de las acciones de cobro del crédito subordinado (artículo 2.509 CCCh)⁷⁵. Lo anterior es implícito dado que únicamente se está señalando el efecto propio de la suspensión: no considerar el tiempo en que una determinada situación está vigente para efectos del cálculo del plazo necesario de prescripción, a modo de proteger a una determinada clase de acreedores.

En este caso, ello implica que no se iniciará el plazo de prescripción (en caso que el crédito hubiese nacido como subordinado) o dicho término se paralizará (en caso que la subordinación sea posterior a la exigibilidad del crédito) mientras la obligación beneficiaria no se haya extinguido o mientras no se haya puesto término a la subordinación voluntaria por cualquier otra causa.

Pero he aquí nuevamente una confusión de conceptos. En primer lugar, porque la suspensión de la prescripción no tiene sentido en este ámbito. La cláusula de subordinación no afecta la exigibilidad del crédito, de manera que una regla de suspensión resultaría en una ventaja injusta para el acreedor subordinado. Piénsese también que en los supuestos de financiación subordinada, configurados como casos de “subordinación

⁷⁵ En la parte pertinente, dicho artículo dispone que: *“La prescripción ordinaria puede suspenderse, sin extinguirse: en ese caso, cesando la causa de la suspensión, se le cuenta al poseedor el tiempo anterior a ella, si alguno hubo.”*

general”, los créditos beneficiarios son una masa determinable sólo al tiempo de efectuar los pagos en el ámbito del concurso. Así, lo normal es que el deudor tenga, y vaya adquiriendo en el camino, una serie de créditos ordinarios que extenderían *ad infinitum* el plazo de prescripción de las acciones de los acreedores subordinados, lo que contraviene los principios de seguridad jurídica a los que pretende dar respuesta la prescripción extintiva.

Ahora bien, esta justificación tampoco se ajusta a los casos de postergación. Ya hemos visto que las “cláusulas postergatorias” sólo pueden entenderse como limitaciones convencionales al pago, logradas mediante el establecimiento de una determinada modalidad suspensiva. Así las cosas, no es efectivo que se produzca una suspensión de la prescripción en los términos antes señalados, sino que el propio plazo de prescripción no ha empezado a correr en tanto la obligación es, o ha dejado de ser, actualmente exigible⁷⁶.

2.1.3. Configuración práctica de los acuerdos de postergación

Ya hemos señalado que en el lenguaje habitual, y a nuestro juicio errado, suele indicarse que los “acuerdos de postergación” se resuelven en ciertas obligaciones negativas del deudor y del acreedor postergado en relación al pago de la deuda postergada. Solucionado que ha sido este punto, queda por dar cuenta del catálogo usual de obligaciones accesorias que, en el marco de estos acuerdos, suelen contraer el deudor y los acreedores postergados con la finalidad de resguardar su estabilidad y obviar ciertos problemas a los que da lugar su construcción.

Así, conviene destacar las siguientes obligaciones negativas:

- (i) No modificar los términos del crédito postergado, sea absolutamente o a menos que cuente con el consentimiento del acreedor beneficiario. Esta obligación tiene sentido cuando estamos ante un acuerdo postergatorio incompleto, esto es, que permita el pago de parte del crédito, bajo ciertas circunstancias. Así, por ejemplo, en los casos que el acuerdo admitiese el pago de intereses, el acreedor beneficiario estará interesado en que la tasa de interés se mantenga y no se incremente como una vía de aumentar los fondos que logren ser traspasados del deudor al acreedor postergado.
- (ii) No constituir garantías reales a favor del crédito postergado, a menos que se constituya igual gravamen a favor del crédito beneficiario, pero con un

⁷⁶ Conforme al artículo 2.514 CCCh: “La prescripción que extingue las acciones y derechos ajenos exige solamente cierto lapso de tiempo, durante el cual no se hayan ejercido dichas acciones. Se cuenta este tiempo desde que la obligación se haya hecho exigible”.

rango superior⁷⁷. Incluso, en caso de constituirse tales garantías, suelen incorporarse determinadas cláusulas en virtud de las cuales el acreedor postergado requerirá de la autorización previa del acreedor beneficiario para el inicio de cualquier acción destinada a su ejecución⁷⁸.

- (iii) Impedir la extinción del crédito subordinado por mecanismos que impliquen un sacrificio pecuniario por parte del deudor. Ello ocurrirá, por de pronto, en los casos de dación en pago, compensación voluntaria y confusión. En los dos primeros supuestos, dado su carácter plenamente satisfactorio, la extinción del crédito postergado afectará las pretensiones del acreedor beneficiario, en cuanto éste desea que su crédito sea satisfecho con anterioridad. Pero, dado que ambos supuestos requieren de la expresión de voluntad de deudor y acreedor subordinado, resulta lógico que la extinción así operada tiene la misma significación y efectos que un pago, de modo que no se logrará la liberación de la deuda y el acreedor beneficiario siempre podrá solicitar que se deje sin efectos.

El supuesto de la confusión resulta algo más complicado. Para lograr el objetivo de sustraerse a las restricciones del acuerdo de subordinación, el deudor debe adquirir el crédito de parte del acreedor postergado, pagando por ello un precio equivalente al monto adeudado. Así, el traspaso de fondos de parte del deudor al acreedor postergado ya no sería efectuado en razón del pago de la deuda, sino a modo de precio de la cesión de créditos. No obstante, será fácil advertir que una cesión de créditos contemplada con la única finalidad de obviar el acuerdo postergatorio no puede ser lícita.

Muchos de estos casos, si bien pueden ser considerados como una extensión natural de las limitaciones del acuerdo producto de la buena fe, pueden ser evitados de manera expresa por el contrato señalando que la restricción del deudor no sólo se refiere al pago del crédito postergado, sino a toda forma de extinción voluntaria que implique un sacrificio pecuniario por parte del deudor.

Por su parte, suelen agregarse cláusulas por las cuales el acreedor postergado se compromete a no ceder ni dar en garantía el crédito subordinado, sin contar previamente con el consentimiento del cesionario o del acreedor prendario, según sea

⁷⁷ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 393, y WOOD, 1990, p. 50. Esta cuestión tendrá importancia en cuanto la subordinación voluntaria esté concebida únicamente como una alteración de la regla de distribución entre acreedores ordinarios, de manera que la regulación no sería aplicable para el caso que el crédito subordinado fuere, a la vez, un crédito preferente en razón de la garantía real que le asegura.

⁷⁸ DOOLEY / ROCK, *Bank. Law. J.* 113.7 (1996), p. 712.

el caso, a los términos del acuerdo de postergación⁷⁹. Esta obligación, sin embargo, no nos parece necesaria por cuanto, funcionando el “acuerdo de postergación” como una modificación del término de vencimiento del crédito, el crédito es adquirido por el tercero conforme a tales condiciones. Esta obligación, si tiene alguna lógica, se refiere a las demás obligaciones accesorias de las que estamos dando cuenta.

También suele pactarse una obligación de información que pesará conjuntamente sobre los hombros del deudor y del acreedor postergado, comprometiéndose éstos a hacer pronta entrega al acreedor beneficiario de los estados de cuentas existentes entre ellos, de manera de poder detectar cualquier infracción al acuerdo de postergación. Con la finalidad de otorgar mayor confianza, suele establecerse incluso que tales estados de cuenta sean visados por un auditor externo e independiente⁸⁰.

Como podrá apreciarse, la lógica de todas estas cláusulas radica en otorgar el mayor nivel de protección posible al acreedor beneficiario. Pero, junto con las obligaciones asumidas por el acreedor postergado y el deudor, tal finalidad justifica también la incorporación de cláusulas que permitan al acreedor beneficiario la realización de ciertos actos que – en caso contrario – podrían afectar la efectividad de la protección buscada. En tales términos, la cláusula más frecuente es aquélla que permite la modificación de los términos de la obligación beneficiaria, principalmente en relación con su monto y duración⁸¹. Basta pensar que si el acreedor postergado ha consentido en el “acuerdo de postergación” probablemente lo habrá hecho sopesando los riesgos que tal operación implica para la satisfacción de su crédito.

En el caso de una subordinación general, las características específicas de los créditos beneficiarios son del todo indiferentes en este cálculo, en tanto el beneficio se diluye entre todos los acreedores ordinarios, incluso los posteriores, de modo tal que el acreedor subordinado difícilmente podrá considerar las específicas características de cada crédito. Al contrario, el análisis de la subordinación particular parte de la determinación del crédito beneficiario, considerando especialmente su monto y duración. Así, la libertad que se le concede al acreedor beneficiario para la modificación de tales características – junto con otorgarle mayor libertad, especialmente para supuestos de refinanciación o renegociación de la deuda – terminan por evidenciar la mayor importancia relativa del crédito beneficiario. El acreedor postergado se rinde a los pies de tal superioridad, como el súbdito que acepta, carente de opinión y juicio, todo acto de su amo. En el Capítulo IV volveremos a estas

⁷⁹ WOOD, 1990, p. 51.

⁸⁰ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 382.

⁸¹ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 394. Aunque la alternativa siempre estará en la mención lo más amplia posible del crédito beneficiario de la subordinación, que no necesariamente será un crédito existente, sino que podrá incluir un todo tal que caiga bajo una determinada categoría de crédito entre el deudor y el acreedor beneficiario, incluyendo para tales efectos, la noción de capital, intereses, costas, gastos, penalidades, etc. *Vid.* DOOLEY / ROCK, *Bank. Law. J.* 113.7 (1996), p. 711.

ideas desde el punto de vista específico de la finalidad de estos supuestos, y de las diversas razones que llevan al acreedor beneficiario a sentirse señor todopoderoso de la estructura financiera del deudor, posición que debe ser aceptada por el disminuido acreedor postergado y subordinado.

2.2. *Distinción de la subordinación voluntaria de los acuerdos de posposición de rango*

Cabe aclarar que la alusión que en el presente trabajo hacemos a la subordinación voluntaria sólo se refiere a la alteración de las reglas de prelación de los créditos ordinarios, esto es, a la exclusión y reemplazo de la regla de reparto proporcional. No nos referimos entonces a la posibilidad de que los acreedores modifiquen el rango que la ley asigna a las garantías reales, como en el caso de la posposición de hipoteca⁸². Lo anterior sin perjuicio que, como veremos, algunas de sus ideas puedan ilustrarnos sobre el régimen jurídico de los negocios de subordinación, dada la coincidencia en la pretensión degradatoria de ambas figuras.

Una estrecha relación entre ambos supuestos es puesta de manifiesto, por ejemplo, por la Guía Legislativa sobre Operaciones en Garantía de UNCITRAL⁸³ y por la doctrina inglesa⁸⁴, al distinguir la subordinación de los créditos garantizados (“*secured debt subordination*”) de la subordinación de los créditos ordinarios (“*unsecured debt subordination*”). El Derecho continental, en cambio, parece preferir referirse al primer caso como “posposición”, y, si bien guarda extrema relación con el asunto que tratamos, no es exactamente idéntica la aproximación legal, jurisprudencial y doctrinal⁸⁵.

⁸² Aun cuando nos referimos al grado hipotecario, esta respuesta es común en toda suerte de privilegios especiales, como lo demuestra el artículo 155.3 LC. La referencia la hacemos al grado hipotecario pues es en este campo en que la idea de posposición ha sido regulada, para lo que (en el ámbito de la legislación española) basta revisar el artículo 241 del Decreto de 14 de febrero de 1947, por el que se aprueba el Reglamento Hipotecario.

⁸³ De hecho, desde el primer informe de la UNCITRAL, en su primer periodo de sesiones de 20 a 24 de mayo de 2002, se hace referencia a la modificación voluntaria de la prelación como “acuerdos de subordinación”, indicando que “*la prelación de la que goza un acreedor no tiene por qué ser inalterable. En numerosos ordenamientos puede modificarse y se modifica, de hecho, con frecuencia por vía contractual... los acuerdos que alteran el orden de prelación son perfectamente aceptables, siempre que afecten únicamente a las partes que consientan efectivamente en la modificación.*” Texto disponible en: http://www.uncitral.org/uncitral/es/commission/working_groups/6Security_Interests.html (consultada el 20 de junio de 2010).

⁸⁴ Vid. WOOD, 1990, pp. 72 – 84, y FERRÁN, 1999, p. 545.

⁸⁵ Sobre sus diferencias, aunque volveremos a tratar de ellas al analizar la naturaleza jurídica del negocio de subordinación, puede consultarse a HUDSON / MEARS / GOTLIEB, *Com. Law Journal* 94 (1993), pp. 420 – 421; BERMEJO, 2002, p. 442, y Vicente Luis MONTÉS PENADÉS (2004): “El régimen de los créditos subordinados en la Ley Concursal”, *ADCo*, No.1, p. 63.

Pero creemos que hay a los menos tres puntos de contacto entre ambos supuestos:

- (i) Tanto en la posposición del grado hipotecario como en la subordinación voluntaria de créditos ordinarios, los particulares han excluido la regla legal que establece su forma de prelación.
- (ii) En el Derecho español, la reserva de rango hipotecario (de algún modo reconocida en el artículo 241 del Decreto de 14 de febrero de 1947, por el que se aprueba el Reglamento Hipotecario) se configura como un negocio jurídico de carácter unilateral, en el sentido que sólo exige la intervención del acreedor garantizado que consiente en la posposición de su derecho⁸⁶. Lo anterior nos ayuda en la argumentación para aceptar que la subordinación voluntaria puede estar configurada indistintamente como efecto de un negocio jurídico unilateral o bilateral. Lo que será indispensable es la expresión de voluntad por parte del acreedor cuyo crédito resulta degradado, pudiendo complementarse o no con el consentimiento del deudor (por ejemplo, en las emisiones de obligaciones subordinadas) o con el de los acreedores beneficiarios (por ejemplo, en los negocios de subordinación particular).
- (iii) BRIDGE agrega como una última similitud la finalidad económica pretendida por los acuerdos de posposición y subordinación, especialmente para los casos en que la motivación del acreedor pospuesto sea el intento que el deudor obtenga nuevas fuentes de financiación por parte del acreedor beneficiado⁸⁷.

Pero la asimilación debe permanecer únicamente en este aspecto. De ahí que, como veremos *infra*, Capítulo III, 2.3.1, no nos parece apropiada la teoría que explica la naturaleza jurídica de la subordinación a partir de la categoría de los “negocios de rango”. A nuestro juicio, el propio concepto de los “negocios de rango” no alcanza a ofrecer tal cobertura si no les sujetamos a un esquema más amplio, como es el de que su titular reemplace una regla de coordinación por otra que le sitúe en igual o peor posición que otros derechos. La lógica, en definitiva, es la de una exclusión voluntaria de una norma dispositiva y su reemplazo por una regla alternativa. Y de ahí la coincidencia con los negocios de subordinación voluntaria. En el caso de la posposición del rango hipotecario, los acreedores no hacen sino desplazar la norma legal que establece el orden temporal a efectos del establecimiento de la preferencia (*prior tempore, potior iure*), reemplazándola por una diversa que supone que la garantía

⁸⁶ Ángel CARRASCO PERERA, Encarna CORDERO LOBATO y Manuel Jesús MARÍN LÓPEZ (2008): *Tratado de los Derechos de Garantía*, Segunda edición, Aranzadi, Cizur Menor, pp. 1.000 y 1.001.

⁸⁷ Michael BRIDGE (2003): “Collectivity, management of estates and the *pari passu* rule in winding-up”, en AA.VV., *Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency* (edit. John Armour y Howard Bennett), Hart, Oxford, p. 20.

posterior en el tiempo ocupe una mejor posición que la anterior⁸⁸. Así lo resumen ROCA SASTRE, ROCA-SASTRE MUNCUNILL y BERNÀ, al señalar que "... cabe sustraerse por convenio al orden de prioridad o rango hipotecario para sustituirlo por otro"⁸⁹. En el supuesto de la subordinación de créditos ordinarios, las partes no hacen sino excluir la regla de distribución proporcional, reemplazándola por una norma de graduación.

Por ello, los negocios de subordinación de créditos ordinarios no son "negocios de rango", sino que ambos forman parte de una categoría más amplia, como es el de tratarse todos ellos de supuestos de exclusión voluntaria de las normas legales pertinentes, cual es la teoría que acogemos *infra*, Capítulo III, 3. De ahí que la doctrina más autorizada acepte los negocios de posposición de rango bajo idénticos argumentos a los que anotaremos más abajo para la aceptación y configuración de los negocios de subordinación, atendiendo a la inexistencia de normas prohibitivas, al principio de libertad de pactos, al hecho de no tratarse de materias de *ius cogens*, al argumento *a fortiori* respecto a la posibilidad de renuncia de la hipoteca (o del crédito), entre otros⁹⁰.

Pero existen ciertas diferencias técnicas entre uno y otro supuesto que no permiten su completa asimilación, sino sólo su integración a una categoría común. Estas diferencias se producen, a nuestro juicio, en atención a que en el caso de los créditos que gozan de una garantía real, el acreedor dispone de dos derechos concurrentes: el derecho de crédito en contra del deudor y el derecho real de garantía, que en razón de su carácter *erga omnes*, puede hacerse valer en contra de terceros. En cambio, tratándose de un crédito ordinario, el acreedor sólo goza del derecho personal en contra del deudor, no generándose vínculos adicionales respecto de terceros⁹¹.

⁸⁸ Aunque SANZ, 1953, p. 70, y Gabriel DE REINA TARTIÈRE (2002): *La Prioridad en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria*, Aranzadi, Cizur Menor, p. 168, califiquen a la posposición de hipotecas como un acto de renuncia, nos parece que tal calificación debe ser descartada porque una verdadera "renuncia del rango" (en los términos que los referidos autores entienden el "rango"), implicaría necesariamente la pérdida de todo valor relativo del derecho real. Así, tan pronto se admita la posibilidad de posponer el derecho sólo respecto a otro de los acreedores hipotecarios de menor grado, sin afectar al resto, estaríamos ante una renuncia traslativa - en lugar de abdicativa-, lo que se contradice con la naturaleza de esta figura. En consecuencia, nos parece más adecuado calificar el negocio desde la óptica de la exclusión voluntaria, esta vez de la norma de prioridad temporal por una regla de reemplazo que pueda implicar sea la ubicación de la hipoteca en un orden inmediatamente inferior al del acreedor beneficiario, sea en el último orden de las hipotecas existentes.

⁸⁹ Ramón ROCA SASTRE, Luis ROCA-SASTRE MUNCUNILL, y Joan BERNÀ I XIRGO (2009): *Derecho Hipotecario*, Novena edición, Bosch, Barcelona, p. 404.

⁹⁰ ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, p. 406.

⁹¹ SEBASTIÁN, ADCo 15 (2008), p. 86, aboga por una interpretación diferente en tanto define el rango como la posición particular de cada crédito en el orden de prelación, de lo que concluye que todo crédito - incluso el ordinario - tiene un rango. Este concepto, aunque atrayente, extrapola las ideas del Derecho hipotecario a la generalidad del Derecho de las obligaciones, pese a la especialidad y las particularidades del primero.

Además, el rango asignado a los derechos hipotecarios no sólo tiene sentido en la órbita de la prelación de créditos, sino que da cuenta de un mayor poder respecto al bien hipotecado. Al contrario, tratándose de la relación entre acreedores ordinarios y subordinados, los primeros no tienen un mayor poder o posibilidad de cobro sobre los bienes del deudor común, a menos que se den los supuestos que dan operatividad a las reglas de prelación.

La diferencia se produce porque los derechos reales pueden calificarse sobre los cimientos del principio de la exclusividad (o exclusión) en el sentido que su carácter impide, por regla general, la coexistencia de diversos titulares sobre el mismo derecho a menos que compartan el título constitutivo, dando origen a la comunidad. En el caso particular de la hipoteca, la posibilidad de diferentes grados no obedece sino al mismo principio, dado que el derecho del acreedor hipotecario posterior no afecta el derecho exclusivo del anterior, sino que podrá ejercerse sólo respecto a su remanente⁹².

El rango no es admisible respecto a los derechos reales cuya exclusividad no admite graduación - a menos que hagamos referencia a un rango único o de preferencia excluyente⁹³ -, ni respecto a los derechos personales que, en esencia, no son exclusivos. Sólo integra el concepto de los derechos reales que requieren de certeza sobre la anterioridad o posterioridad de los derechos constituidos sobre el mismo bien. El conflicto entre derechos reales se soluciona por la regla del *prior in tempore, potior in iure*, y no sobre la base de un orden jerárquico de valores o conforme a la idea de la proporcionalidad (base de los derechos personales o créditos), a menos que deba acudirse a esta última por la imposibilidad de determinar un orden temporal.

Ahora bien, ya en la esfera de las reglas de prelación, la determinación del rango también se traduce en el mecanismo de articulación de la preferencia. El rango nos indicará, entre otros, el orden de prelación interno de los acreedores hipotecarios cuyos derechos se ejercen sobre idéntica finca, y, para estos efectos, vuelve a recurrirse al criterio de prioridad temporal de los derechos reales. BLASCO ilustra lo anterior señalando "... puede decirse que el rango es el vagón que ocupa cada hipoteca en el tren de las garantías inmobiliarias sobre el mismo bien. El principio de prioridad determina que la primera que accede al Registro (a la estación) se coloque en el primer

⁹² ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, p. 395. El derecho de hipoteca, si bien produce una afcción respecto al inmueble, se resuelve en una prioridad sobre su valor. Con la prohibición del pacto comisorio, el acreedor garantizado no accede al dominio del bien como resultado automático del incumplimiento, sino que puede instar por su enajenación a efecto que su producto le sea entregado con preferencia. Dado que de la enajenación puede resultar un remanente, la existencia de los rangos hipotecarios admite que dicho saldo - un valor en sí mismo - pueda ser objeto de una nueva garantía.

⁹³ ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, p. 335.

vagón (mejor rango), la segunda en el segundo y así sucesivamente”⁹⁴. Entonces, la noción de rango es aneja a la hipoteca desde que ésta se encuentra sujeta a un sistema de publicidad registral, situando a cada acreedor hipotecario en un estanco particular (no por ello inmutable), que se relaciona a un criterio puramente temporal⁹⁵.

Pero no puede negarse que los negocios de posposición hipotecaria y de subordinación comparten una cierta lógica económica y justificación jurídica. Y es en virtud de ellas que es posible acudir al reconocimiento doctrinario y jurisprudencial de los primeros para integrar el régimen jurídico de la subordinación voluntaria, tomando en cuenta las diferencias antes anotadas. No obstante, cabe hacer una aclaración final a este respecto. Las garantías reales suelen configurarse a modo de preferencias especiales, en el sentido que sólo se extienden al valor del bien sobre los cuales recae el gravamen (artículo 157.2 LC)⁹⁶. Ello implica que, en el exceso, deben ser estimados como créditos ordinarios, admitiendo en este aspecto la subordinación voluntaria en los términos señalados⁹⁷.

3. Perspectiva histórica

Aunque pueda pensarse que la subordinación voluntaria tiene una corta tradición, lo cierto es que la doctrina suele situar sus orígenes en la década de los treinta del siglo XX, producto de la crisis desencadenada a partir de 1929 en los Estados Unidos de América. El error acerca de su novedad parece tener lugar en que la mayoría de los ordenamientos continentales han iniciado su reconocimiento normativo sólo en las últimas décadas. Y ello resulta lógico del análisis efectuado por el legislador tradicional: lo razonable es que el acreedor siempre pretenda una mejor posición, por lo que se reconocen desde tiempos inmemoriales las preferencias crediticias. La subordinación parece ser – al menos desde esta mirada clásica - una opción ridícula.

⁹⁴ Francisco de P. BLASCO GASCÓ (2000): *La Hipoteca Inmobiliaria y el Crédito Hipotecario*, Tirant Lo Blanch, Valencia, p. 410. Se recomienda tener presente también que Lino RODRÍGUEZ OTERO (2003): *Elementos de Derecho Hipotecario*, T. I., Segunda edición, Difusa, Madrid, p. 132, declara que “Por otra parte, la palabra rango tiene en España una significación puramente temporal – la consagrada en el viejo aforismo «prior tempore...» - sin adherencias topográficas al folio registral.”

⁹⁵ Para una distinción entre preferencia y rango, consúltese Rafael RIVAS TORRALBA (2000): “Preferencia de cobro y rango hipotecario”, en AA.VV., *Preferencia del Crédito*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, pp. 492 – 501. A su juicio, el rango “Nada tiene ver con el crédito en sí: no es una cualidad del crédito, sino una situación registral. No origina vínculo especial alguno para el deudor, pero tampoco concede, como regla, anteposición en el cobro frente a otros acreedores.”

⁹⁶ En el Derecho chileno la citada regla está contenida en el artículo 2.490 CCCh, al disponer que “Los créditos preferentes que no puedan cubrirse en su totalidad por los medios indicados en los artículos anteriores, pasarán por el déficit a la lista de los créditos de la quinta clase, con los cuales concurrirán a prorrata.”

⁹⁷ WOOD, 1990, p. 72.

Pero las necesidades financieras han torcido la mano a este planteamiento. Los sistemas jurídicos han reconocido las ventajas de la subordinación de modo paulatino, principalmente en situaciones de crisis y para efectos sectoriales, instándose sólo en el último tiempo por una regulación más general. Pero en esta materia, como siempre, la práctica ha aventajado a la legislación de manera significativa, de modo que los análisis provienen de los diversos resultados que tanto acreedores como deudores pretenden conseguir.

Con efectos meramente didácticos, hemos decidido separar el estudio histórico de la figura en diversas etapas, sobre la base de la menor o mayor consolidación del reconocimiento normativo de la subordinación voluntaria. No siempre se distinguen hitos particulares para diferenciar una fase de otra, sino más bien ciertos impulsos derivados de cómo se van apreciando las virtudes de esta herramienta.

3.1. *El nacimiento de los negocios de subordinación en los Estados Unidos de América*

La historia de la subordinación voluntaria está teñida del dolor de los fracasos económicos, como también de las ansias de la reconstrucción y la recuperación⁹⁸. Un elemento persistente en la idea de posposición crediticia es que ésta surge en épocas de crisis, y de ahí que inicialmente su alcance se circunscribiera únicamente a estos desafortunados eventos. La fórmula original consistió en una exigencia establecida por los nuevos financiadores para prestar “dinero fresco” (“*fresh money*”) a las empresas en crisis. Se pretendía que, al menos, los socios y administradores del deudor aceptaran que el pago de sus deudas fuera pospuesto hasta la extinción del nuevo crédito. Como demuestran JACKSON y SCOTT, en caso de quiebra, tanto los acreedores ordinarios como los accionistas promoverán por la continuación de la empresa dada su escasa posibilidad de cobro en un escenario de concurso⁹⁹. Para tales efectos, es lógica la búsqueda de nueva financiación para aliviar la crisis, aunque ello implique una eventual degradación de sus créditos si la apertura del concurso se hace inevitable¹⁰⁰.

⁹⁸ Como tendremos oportunidad de desarrollar, esta connotación también se aprecia en la regulación original de los préstamos participativos en España, en el marco del RDL 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización (*infra*, Capítulo IV, 1.3.1).

⁹⁹ Thomas H. JACKSON y Robert E. SCOTT (1989): “On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditors' bargain”, *Va. L. Rev.*, Vol. 75, No. 2, Symposium on the Law and Economics of Bargaining, p. 158.

¹⁰⁰ *Vid.* FERRÉ, 2006, p. 221; Antonio PAVONE LA ROSA (1983): “Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 455, y Rafael SEBASTIÁN QUETGLAS (1991): “Financiaciones subordinadas”, *CDC*, No. 9, p. 146, aunque éste último retrocede en su origen hasta comienzos del siglo XIX en SEBASTIÁN, *ADCO* 15 (2008), p. 73.

Sin embargo, Giuseppe B. PORTALE (1983): “La recapitalizzazione delle aziende di credito (probleme e ipotesi)”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 17; GÓMEZ – JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 386; ARAYA,

Esta forma de financiación se construye sobre la base de una subordinación particular: el acreedor subordinado sólo acepta la degradación de su crédito respecto a quien efectúa una nueva aportación de recursos para sortear la crisis. El acreedor subordinado ve en esta estructura la manera más eficiente de evitar el descalabro y el consecuente perjuicio que le supone someterse a las resultas de la quiebra¹⁰¹. No se ve en ello un intento de alterar el “igual trato” de los acreedores en el concurso, sino un mecanismo práctico para la conservación de la empresa. De esta manera, se propone espantar al fantasma de las bancarrotas sucesivas, a la orden del día en la década de los treinta.

Previo a su reconocimiento normativo en Estados Unidos (1978), la jurisprudencia confirmó la licitud de los negocios de subordinación aludiendo a varias teorías basadas en la equidad (de ahí, “*equitable lien theory*”, “*equitable assignment theory*”, “*constructive trust theory*” y “*estoppel theory*”), para luego terminar aceptando – sin más – la validez contractual de la subordinación (“*contract theory*”). No trataremos estas teorías dado que, pese a su interés histórico, responden a categorías que no resultan plenamente aplicables en el Derecho continental¹⁰². Sin embargo, vale la pena tener en cuenta el comentario de GOLIN, para quien estas teorías no pretendieron explicar lo que la subordinación es en sí, sino solamente dar cuenta de los mecanismos ideados para alcanzar su resultado típico: la degradación del crédito (“*ranking agreement*”)¹⁰³.

Sin perjuicio del aparente consenso doctrinal, hay dos suertes de críticas efectuadas a la “teoría contractualista” que nos han parecido sorprendentes:

- (i) HEILESON y HIRSH argumentan que si la subordinación fuera un pacto contractual, el acreedor subordinado sólo estaría obligado a entregar al beneficiario todo cuanto haya recibido en pago, y, de no hacerlo, la

1999, p. 49, y MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), p.56, sitúan el origen de la subordinación en tiempos anteriores, citando el *Partnership Act* inglés de 1890, que posponía el pago de los préstamos cuya retribución variase conforme a los resultados obtenidos por la prestataria. Pero creemos que es necesario efectuar una aclaración: el *Partnership Act* disponía que tal concedente no debía ser tratado como un acreedor, sino que debía ser recalificado – a modo de sanción - como un socio. De esta manera, si el prestatario era declarado en quiebra, el “concedente” no podía cobrar nada respecto a la parte de los beneficios esperados sino hasta que los demás acreedores del prestatario hubieran sido pagados. De hecho, se entendía que el concedente ni siquiera podía comunicar su crédito en el concurso sino hasta que todo el pasivo hubiere sido extinguido. *Vid.* Richard RINGWOOD (1930): *Principles of Bankruptcy Law*, Sweet & Maxwell, Londres, p. 189.

¹⁰¹ JACKSON / SCOTT, *Va. L. Rev.* 75.2 (1989), p. 158.

¹⁰² Para un extenso análisis puede consultarse CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), pp. 383 – 392, o, más resumidamente, WOOD, 1990, pp. 26 y 27.

¹⁰³ GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 371.

infracción constituiría un simple incumplimiento contractual¹⁰⁴. En línea con lo que sostenemos en la presente tesis, los acuerdos de subordinación no pueden reconducirse a esta idea de contrato, puesto que las partes no pretenden generar obligaciones de pago o reintegro, sino simplemente alterar las reglas de prelación de créditos.

- (ii) Por su parte, LEIBY concluye que la razón de la subordinación se debe a que, a contar de la fecha de la posposición, el acreedor subordinado ya no tiene el derecho contractual de ser pagado en igualdad de condiciones que el acreedor beneficiario¹⁰⁵. Nos parece ésta una afirmación ajustada a lo que hemos señalado, por cuanto podemos complementar las ideas de LEIBY señalando que tal acreedor subordinado ha perdido la posibilidad de pago a *pro rata* en razón de la exclusión voluntaria que ha efectuado de la norma legal que establece tal forma de distribución.

Un largo recorrido sigue la figura hasta su reconocimiento normativo en el artículo 510 USC 11 (1978). A tales alturas, la práctica comercial norteamericana ya había hecho un uso frecuente de la nueva herramienta. Tanto así, que su utilización se había extendido a otras formas de financiación, esta vez sobre la base de la subordinación general, a modo de emisiones de títulos de deuda subordinada¹⁰⁶. Estas “financiamientos subordinados” iniciaron un periodo expansivo a mediados del siglo pasado. CALLIGAR fundamenta este fenómeno en las ventajas de este tipo de instrumento frente a la emisión de acciones por medio del aumento del capital social, las que pueden resumirse en la deducibilidad de los intereses de la carga tributaria del deudor (a diferencia de los dividendos), el aumento de la capacidad de endeudamiento de la empresa, la posibilidad de ajuste a los requisitos legales para su adquisición por parte de inversores institucionales, etc.¹⁰⁷

¹⁰⁴ Marvin D. HEILESON y Morris W. HIRSCH (1982): “Private subordination agreement and the U.C.C.: Is Section 1-209 an Un-Wye solution?”, *Bus. Law.*, No. 38, p. 563.

¹⁰⁵ Adrian C. LEIBY (1967): “Enforcement and the UCC”, *Bus. Law.*, No. 23, p. 64.

¹⁰⁶ CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 37 sugiere, eso sí, la existencia de unas primeras emisiones de deuda subordinada durante la década de los veinte, aunque asegura su auge en los años treinta y un impulso definitivo a mediados del siglo pasado. Por su parte, JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p. 4, da cuenta que la primera emisión de títulos de deuda subordinados fue efectuada por General Finance Corporation. Tales títulos fueron emitidos en marzo de 1936, por un monto total de 750.000 dólares, con un cinco por ciento de interés, pagaderos en un plazo de diez años. La referida iniciativa pronto fue seguida por otras empresas, entre las cuales se cuentan Pacific Finance Corporation, Associates Investment Company, Commercial Credit Co., y General Motors Acceptance Corporation, cuatro de las compañías de financiación de activos más grandes de los Estados Unidos de América, considerándose por parte de la práctica comercial que se trataba de una solución viable sólo para las grandes compañías, dado que las pequeñas no habrían podido soportar el alto incremento de la tasa de interés que supone esta clase de financiamientos.

¹⁰⁷ CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 37.

Punto central en este desarrollo fue la publicación de un modelo de contrato de emisión de bonos (*Model Debenture Indenture*) por parte de la *American Bar Foundation* en 1965, que incluyó, en su artículo 14, referencias al modo en que las cláusulas de subordinación debían ser redactadas¹⁰⁸. Su reglamentación se dirigía al órgano encargado de la distribución instruyéndole efectuar el pago a los acreedores beneficiarios (“*senior debt*”) con preferencia a los acreedores subordinados, recomendando incluir también una obligación de reintegro para el caso que, por cualquier motivo, los acreedores subordinados recibieran algún pago o distribución en infracción al negocio de subordinación.

Por su parte, en el *Uniform Commercial Code* encontramos dos alusiones a la “subordinación voluntaria” que nos parecen relevantes. Temporalmente, una primera referida a la posibilidad que los particulares alterasen negocialmente las normas de prelación dispuestas por el legislador, y una segunda directamente relacionada con la validez de los acuerdos de subordinación.

La primera referencia la encontramos en el § 9-316, al disponer que “*Nada en este artículo previene la subordinación por acuerdo por parte del titular de una preferencia*”¹⁰⁹, norma que – conforme señala GILMORE – no pretende establecer reglas para la interpretación de tales acuerdos o reglamentar su uso, sino simplemente afirmar el carácter dispositivo de las normas de prelación de créditos. Obsérvese, no obstante, que pese a que esta disposición está dirigida a los créditos que gozan de alguna suerte de preferencia, la doctrina la hizo extensiva al régimen de los créditos ordinarios¹¹⁰.

Luego, el § 1-310 reconoce tanto las emisiones de deuda subordinada como los acuerdos de subordinación, al disponer que “*Una obligación puede ser emitida como subordinada al cumplimiento de otra obligación de la persona obligada, o un acreedor puede subordinar su derecho al cumplimiento de una obligación mediante un acuerdo sea con la persona obligada o con otro acreedor de la persona obligada. La subordinación no constituye una garantía (security interest) respecto al deudor común ni al acreedor subordinado*”¹¹¹. Este texto ya había sido incluido en el § 1-209 del *Uniform Commercial Code* de 1987 a modo de resolver un extensísimo debate acerca de si los acuerdos de subordinación conformaban o no una garantía (“*security interest*”), lo que se traducía en si se debían o no satisfacer los requisitos previstos para la validez y oponibilidad de tales contratos¹¹².

¹⁰⁸ Vid. *Commentaries on Model Debenture Indenture Provisions 1965, Model Debenture Indenture Provisions All Registered Issues 1967 and Certain Negotiable Provisions which may be Included in a Particular Incorporated Indenture*, publicado por la *American Bar Foundation*, en la ciudad de Chicago, Illinois, en 1971.

¹⁰⁹ Traducción del autor.

¹¹⁰ GILMORE, 1999, pp. 983 y 984.

¹¹¹ Traducción del autor.

¹¹² Vid. COOGAN / KRIPPE / WEISS, *H.L.R.* 79.2 (1965), pp. 233 y ss.

3.2. *Internacionalización y reconocimiento normativo particular: las financiaciones subordinadas emitidas por las entidades de crédito y el préstamo participativo*

El tráfico internacional dio a conocer la figura de la subordinación en Europa, sobre todo a partir de las décadas de los sesenta y setenta, época en que ya estaba consolidándose la jurisprudencia americana en torno a su validez. Así, MARTÍNEZ SANCHIZ nos informa de que la subordinación se propagó por Gran Bretaña, los Países Bajos, Alemania, Bélgica, Suecia, etc., dando cuenta en detalle de su recorrido y de cómo las legislaciones y jurisprudencia se tiñeron del entusiasmo en su reconocimiento al vislumbrar las ventajas económicas que ofrece, sobre todo, en tiempos de crisis¹¹³.

En dicho camino destaca una de las aplicaciones que mayor importancia alcanzó en las décadas de los ochenta del siglo pasado: la asimilación de la financiación subordinada a los fondos propios, a efectos de examinar el índice de riesgo de las entidades bancarias ("*capital adequacy*"), tendencia que se plasmó con mayor fuerza con la normativa propuesta por el *Bank of England* en 1984¹¹⁴. Aunque ya había pasado un tiempo desde que los especialistas dieran cuenta que la deuda subordinada era un instrumento eficaz para lograr la necesaria recapitalización de la banca¹¹⁵, sólo en julio de 1988 sale a la luz el informe del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (parte del *Bank for International Settlements*) que acoge ampliamente la deuda subordinada como parte de la base del capital de las entidades financieras. Tal informe – pensado para los bancos con actividad internacional – sirvió de impulso para el ajuste de las más diversas legislaciones, promoviendo la contabilización de la deuda subordinada para el cumplimiento de sus requerimientos mínimos de capital. En Europa, desde inicios de la década de los ochenta ya existían diversas legislaciones que habían admitido esta contabilización, de modo que la Directiva 89/299/CEE, de 17 de abril de 1989, tuvo por principal finalidad la armonización normativa¹¹⁶. De la lectura de ambos sistemas – Basilea y europeo – resulta evidente su sinergia¹¹⁷.

¹¹³ José Ángel MARTÍNEZ SANCHIZ (1988): "Préstamos y créditos participativos y subordinados", *AAMN*, T. 28, p. 156.

¹¹⁴ Vid. Luis FERNÁNDEZ DEL POZO (2005): *Las Participaciones Preferentes*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 19.

¹¹⁵ Giovanni E. COLOMBO (1983): "Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 425.

¹¹⁶ Por ejemplo, el artículo 7.1 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros. Similares regulaciones ya se encontraban en vigor en el Reglamento de Ejecución de la Ley Federal de la Banca y Cajas de Ahorro suiza de 17 de mayo de 1972 (modificada para la incorporación de los préstamos subordinados el 1 de enero de 1981); la Ley No.78-741 (Ley Monory) de 13 de julio de 1978, relativa a la orientación al ahorro hacia la financiación de empresas conforme a los términos de los préstamos participativos; y la ley de 3 de enero de 1983 (Ley Delors), relativo a empréstitos representados en títulos participativos (Francia). Para un estudio acerca de los antecedentes europeos, puede

Trataremos este tema con mayor profundidad *infra*, Capítulo IV, 1.2. Por el momento, vale indicar que esta materia ha tenido una importancia crucial en el desarrollo de la subordinación voluntaria. Por medio de la emisión de esta clase de títulos de deuda las entidades financieras pretenden que su importe sea contabilizado como recursos propios, en especial, para el cumplimiento de los estándares y *ratios* de solvencia exigidos por la legislación. La cuestión se reduce, desde el punto de vista normativo, a determinar la forma en que ello es conseguido mediante el establecimiento de ciertos requisitos y limitaciones. Entonces, las “financiamientos subordinados” de las entidades de crédito se configurarán como una figura típica, con ciertas características que se añaden a la mera posposición del crédito en sede concursal, tales como su estabilidad y complementariedad.

Las ventajas de la subordinación general fueron traspasando el ámbito especial de las entidades financieras, pasando a formar parte de otras herramientas de financiación. Ejemplo de lo anterior es su uso para la estructuración de los denominados “préstamos participativos”. Éstos se caracterizan por ser una forma de financiación en que, por una parte, la retribución del concedente está de alguna manera determinada por los resultados de la actividad del prestatario, y, por la otra, en que de ser aplicables las reglas de prelación, su satisfacción queda condicionada al íntegro pago de sus acreedores ordinarios¹¹⁸.

Como antecedente muy remoto de la figura es posible citar el préstamo a la gruesa, estructura en la que el prestamista obtiene la devolución del capital y los consecuentes intereses dependiendo del resultado de la aventura marítima¹¹⁹. La

consultarse Paolo CLAROTTI (1983): “Il problema dei «messi propri» nell’ esperienza di alcuni sistemi bancari esteri e nelle prospettive CEE”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 286 – 293.

En referencia al Derecho chileno, el tratamiento de los denominados “bonos subordinados” sólo surge con la Ley No. 18.818, de 1 de agosto de 1989, lo que evidencia la extensión del influjo del informe de Basilea.

¹¹⁷ A efectos de tener presente las interacciones entre el Comité de Basilea y el Comité de Contacto para la coordinación de legislaciones bancarias de la Comunidad Económica Europea (cuyos trabajos resultaron en la citada Directiva), *vid.* GÓMEZ - JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 387.

¹¹⁸ Aunque la doctrina ha tendido a resaltar los préstamos participativos como modelo de financiación subordinada, en su denominación legal ha primado el primero de los aspectos señalados, esto es, su participación. *Vid.* SEBASTIÁN, *CDC* 9 (1991), p. 148.

¹¹⁹ Se trata de un mecanismo de financiación marítima de antigua data, conocido ya en el derecho romano (que designada el capital prestado como *pecuniae trajecticia* y al interés por riesgo como *fenus nauticum*), si bien parece importada del derecho marítimo griego (*nautikon daneion*). Figura, en todo caso, que ha ido desapareciendo de la práctica marítima, habiendo sido reemplazada desde fines del siglo XIX por la hipoteca naval, según dan cuenta José Luis GABALDÓN GARCÍA y José María RUIZ SOROA (2006): *Manual de Derecho de la Navegación Marítima*, Marcial Pons, Madrid, p. 673. A pesar de ello, sigue estando recogida en los artículos 719 y siguientes del CCom, sin perjuicio que

diferencia está en que en el préstamo a la gruesa el riesgo se ha asumido de manera cabal, de tal suerte que el “accidente del mar” no sólo provoca la extinción del premio por riesgo, sino de todo el capital prestado¹²⁰, situación que no se produce en el caso del préstamo participativo. Un ejemplo más cercano se encuentra en la emisión de los denominados *income bonds*, como mecanismo paliativo de la crisis experimentada por las empresas de ferrocarriles en los Estados Unidos de América hacia fines del siglo XIX. Los *income bonds* deben su existencia a periodos de dificultad patrimonial puesto que su principal objeto era la rehabilitación del deudor quebrado. Para ello se emitían títulos valores que quedaban en una posición intermedia entre la deuda y el capital, con el afán de eliminar la carga que representaba el pago periódico de intereses¹²¹.

Ahora bien, una primera referencia expresa a los préstamos participativos se encuentra en la Ley Monory francesa (Ley 78 – 741, de 13 de julio de 1978)¹²², cuya finalidad era el fortalecimiento financiero de las nuevas empresas¹²³. En cambio, la recepción en España tiene otro cariz: el RDL 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización (el “RDL 8/1983”), trataba los préstamos participativos como una forma especial de obtención de recursos dentro del marco de un proceso de reconversión y reindustrialización. Para ello se requería seguir un procedimiento especial para la declaración del sector en reconversión, siempre que la situación de crisis fuere de especial gravedad, y que la recuperación de tal sector fuere considerada de interés nacional¹²⁴. Todo lo anterior en cuanto el legislador deseaba que

el Proyecto de Ley General sobre Navegación Marítima haya promovido su eliminación, señalando expresamente que “La Ley prescinde aquí definitivamente de alguna pieza arqueológica (préstamos a la gruesa ventura o riesgo de nao) para asentar firmemente el crédito marítimo sobre un sistema de privilegios muy simplificado...” (disponible en www.congreso.es, consultada el 20 de junio de 2010).

¹²⁰ Por todos, Ignacio ARROYO MARTÍNEZ (2007): “Los seguros marítimos y aéreo. El préstamo a la gruesa”, en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II (dir. Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez), Segunda edición, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 1.628.

¹²¹ Arthur S. DEWING (1891): “The position of income bonds, as illustrated by those of the central of Georgia railway”, *Q.J.E.*, Vol. 25, No. 2, p. 396.

¹²² Conforme a la Ordenanza No. 2000-1223, de 14 de diciembre de 2000, esta normativa fue incorporada en los artículos 313-13 y siguientes del *Code Monétaire et Financier* francés.

¹²³ Anne-Marie MADIGNIER (1983): “Nature juridique des prêts participatifs”, en AA.VV., *Prêts Participatifs et Prêts Subordonnés: Un Nouveau Mode de Financement*, Feduci, p. 77.

¹²⁴ Manuel BROSETA PONT (1984): “Régimen de los «préstamos participativos» (el art. 11 del Real Decreto – Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización”, *RDBB*, No. 14, 1984, pp. 247 – 290, desarrolla en extenso, por primera vez en España, el tema de los préstamos participativos, indagando respecto a sus elementos, naturaleza jurídica y efectos.

La regulación de los préstamos participativos en el citado RDL 8/1983 debe ser complementada por: (i) el artículo 4 del RD 2001/1984, de 24 de octubre, por el que se desarrollan las características y condiciones de los créditos y avales establecidos en el Capítulo IV de la Ley 27/1984, de 26 de julio, en que se establecían condiciones específicas para la concesión de créditos participativos por parte del Banco de Crédito Industrial (norma que fue modificada por el RD 1470/1988, de 2 de diciembre, por el que se modifica el artículo 4 del RD 2001/1984); y (ii) el artículo 2 del RD 2254/1985, de 20 de noviembre, por el que se desarrolla el Título I de la Ley 13/1985, de 25 de

los beneficios económicos y fiscales de la figura (a saber, asimilación a fondos propios y deducibilidad de la retribución participativa para efectos del cálculo de los impuestos societarios) sólo redundaran en un provecho a las entidades con problemas financieros, sin tener aún en vista las positivas consecuencias como mecanismos de financiación disponibles para la generalidad de las empresas, como ya lo había hecho la legislación francesa.

Sólo con el RDL 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (el “RDL 7/1996”), la cuestión parece cambiar¹²⁵. Esta norma pretende – superando la visión excepcional de la legislación anterior - el establecimiento de un régimen general de aplicación del préstamo participativo¹²⁶. Sin embargo, sigue siendo en un supuesto de crisis de la

mayo, que obligó a las entidades financieras españolas a materializar sus obligaciones de inversión, entre otros, en créditos participativos de los planes de reconversión (norma que fue finalmente derogada por el RD 321/1987, de 27 de febrero, sobre la regulación del coeficiente de inversión obligatoria de las entidades de depósito).

¹²⁵ Considerando la última modificación al artículo 20 del RDL 7/1996 por parte de la Disposición Adicional tercera de Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, el texto legal aplicable es el siguiente: “Artículo 20. *Préstamos Participativos*.

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

- a) *La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.*
- b) *Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario sólo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que éste no provenga de la actualización de activos.*
- c) *Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.*
- d) *Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil.”*

¹²⁶ A pesar de la amplitud, la referencia a que el interés variable se determine en relación a la actividad de la empresa prestataria y el hecho de que tanto los intereses como la retribución participativa sean partidas contables del impuesto sobre sociedades dan cuenta que el prestatario debe ser necesariamente una sociedad. Al parecer de José Luis COLINO MEDIAVILLA (2007): “Los préstamos participativos”, en *La Contratación Bancaria*, Dykinson, Madrid, (recurso electrónico disponible en <http://www.ucm.es/eprints/7644/01/Pr%C3%A9stamosparticipativo-E-PRINT.pdf>, consultada el 20 de junio de 2010), p. 8, aplicando el artículo 311 CCom, de lo anterior se deriva la importante consecuencia que el préstamo participativo será siempre mercantil.

empresa, conjuntamente con el caso de la financiación de nuevas inversiones, donde esta clase de préstamo tiene su natural campo de aplicación. Ello en razón de las consecuencias anexas a la utilización de la figura, y, especialmente, a la participación como mecanismo remunerativo que incentiva a los concedentes a ingresar en el mercado tomando en cuenta las eventuales utilidades de la empresa. Así también resulta de la concepción reglamentaria del préstamo participativo en este segundo momento, conforme se da cuenta en la Orden del 8 de mayo de 1995 del Ministerio de Industria y Energía, por la que se desarrollan las bases y los procedimientos para la concesión de las ayudas y acciones de fomento previstas por la iniciativa *pyme* de desarrollo industrial,¹²⁷ y la Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la pequeña y mediana empresa, en la que se creó una línea de financiación cuyo objeto sería apoyar proyectos empresariales de empresas de base tecnológica, utilizando financiaciones vía préstamos participativos.

Por su parte, de conformidad a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, las sociedades de capital de riesgo pueden invertir parte del coeficiente obligatorio de inversión (artículo 18.2) en préstamos participativos a empresas que sean objeto de su actividad, estén participadas o no por la entidad de capital-riesgo¹²⁸. La idea que fundamenta dicha regulación es ofrecer un mecanismo alternativo de participación en empresas en vías de desarrollo, considerando que “la fórmula de capital-riesgo consiste en la captación de recurso para la inversión en participaciones minoritarias y temporales en una

¹²⁷ La sección 2.3 del artículo 6 de la citada orden, junto con establecer las condiciones del préstamo participativo (vigencia de al menos diez años, subordinación general, limitaciones a la amortización anticipada y retribución binómica), ofrecía ayudas a las *pymes* para subsidiar el componente fijo de la retribución del préstamo, y, eventualmente para el componente participativo (dependiente de los beneficios de la empresa) junto a otros gastos del crédito. Esta norma fue derogada por el RD 937/1997, de 20 de junio, por el que se establecen el régimen de ayudas y el sistema de gestión de la iniciativa PYME de desarrollo empresarial (vigente hasta el 3 de junio de 2001), cuyas particularidades más relevantes en este aspecto son que se exige un periodo de carencia de al menos tres años y un plazo de amortización de al menos cinco años y el hecho que las ayudas se ofrecen a todas las *pymes*, y no necesariamente a aquellas que se desempeñan en el ámbito industrial, sino a cualquier actividad empresarial.

Elisabeth BUSTOS CONTELL (2002a): “Mercado de los préstamos participativos: características y análisis financiero”, *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, No. 61, p. 17, destaca como principales concedentes de préstamos participativos Empresa Nacional de Innovación S.A. (sociedad anónima de capital público), LUZARO E.F.C. (establecimiento financiero de capital mixto con participación del Gobierno Vasco); el Grupo SODI (organización de sociedades de inversión financiera y servicios empresariales) y la Compañía Española de Financiación del Desarrollo (sociedad anónima de capital mixto).

¹²⁸ De hecho, Agustín MADRID PARRA (2002): “Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)”, en *Derecho de Sociedades: Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. IV, McGraw Hill, Madrid, pp. 4137 y 4318, sitúa a los préstamos participativos como uno de los antecedentes más próximos de la regulación del capital de riesgo en España.

empresa que desarrolla un proyecto de I + D, con el propósito de obtener importantes plusvalías mediante la venta futura de su participación”¹²⁹.

Desde el punto de vista del concedente, el otorgamiento de un préstamo participativo implica la obtención de una mayor rentabilidad en razón del mayor riesgo involucrado en la operación. Sin embargo, comparando esta figura con una participación societaria, la principal ventaja se refiere a la falta de responsabilidad por las pérdidas que el negocio puede acarrear. Pero esta diferencia puede terminar resultando más ideal que efectiva si se considera el carácter subordinado del préstamo participativo. Pero aunque en sede concursal el pago de la deuda puede tratarse de una quimera, lo cierto es que su carácter de pasivo exigible implica necesariamente un pago anterior a los socios o accionistas del deudor.

Para el receptor del préstamo las ventajas son evidentes, al menos, en su periodo inicial, habida cuenta de lo que antes indicábamos en relación al alivio de la carga económica producto de la postergación del pago del capital y de las remuneraciones participativas. Pero uno de los mayores incentivos para optar por esta clase de financiación, en lugar de elegir un aumento de capital, se refiere a evitar la dilución del poder político al interior de la empresa. Los socios o accionistas actuales pueden tener conciencia de la necesidad de nuevos fondos, pero no están dispuestos a perder su control diluyendo su participación societaria. Sin embargo, la concesión de préstamos participativos va usualmente unida a cláusulas de control por parte del concedente para aplacar los riesgos implícitos de la operación. Así, de forma indirecta, se da igualmente una cierta pérdida de poder político. Este es un punto que deberá tenerse en cuenta al tiempo de negociación de los términos del préstamo, tomando especialmente en consideración la sensibilidad de los socios respecto a cuánto están dispuestos a limitar su campo de acción y el nivel de riesgo soportable por el concedente.

Como medidas de incentivos adicionales para esta vía de financiación, se ha establecido el “beneficio fiscal” contemplado en el artículo 14.2 del RDLeg 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, en el sentido de que tanto los eventuales intereses fijos del préstamo como la remuneración participativa constituirán partida deducible del impuesto. De haberse optado alternativamente por una participación societaria y la consecuente distribución de dividendos, ello no hubiere sido posible, de lo que resulta un importante aspecto a tomar en consideración al llevar a cabo la estructuración de la financiación.

Finalmente, la asimilación de los fondos obtenidos por medio de préstamos participativos al patrimonio neto de la empresa para la aplicación de las normas de reducción de capital y disolución de la sociedad (artículo 20.1.d) del RDL 7/1996),

¹²⁹ María Elena MARTÍNEZ RODRÍGUEZ (1992): “Sociedades de capital riesgo: una alternativa a las fórmulas tradicionales de financiación”, *Anuario Jurídico y Económico Escurialense*, No. 24, p.321.

constituye un claro mecanismo de fortalecimiento de los recursos propios de la empresa, si bien, como veremos, dicha consecuencia es controvertida por la doctrina. En todo caso, se trata tan solo de una “asimilación parcial” en atención a que el trato del préstamo participativo como patrimonio neto no es a todo respecto, sino sólo para los fines directamente señalados por el legislador.

Aunque volveremos a tratar el tema de los préstamos participativos (*infra*, Capítulo IV, 1.3.1), cabe recalcar que - en el Derecho español - no se trata ésta de una forma de subordinación voluntaria, sino legal¹³⁰. En otras palabras, las partes no pueden relacionar las consecuencias que el ordenamiento jurídico concede a esta clase de préstamos si no se sujeta estrictamente a todos los elementos que se incorporan en su estructuración, incluyendo su carácter subordinado. Por ello, su referencia será más bien incidental y al sólo efecto de destacar, por una parte, las finalidades económicas de la subordinación, y, por la otra, hacer las menciones necesarias para la integración la regulación de las financiaciones subordinadas al menos en el Derecho español.

3.3. Reconocimiento normativo general

Como veremos más adelante, el reconocimiento legal de los modelos de financiación subordinada referidos en el punto anterior – en el contexto de los recursos propios de las entidades de crédito y de los préstamos participativos – hicieron surgir dudas sobre la legitimidad de los negocios de subordinación en otras órbitas. Las objeciones tradicionales a la subordinación voluntaria – la *par condicio creditorum* como regla de orden público, el principio de legalidad de las preferencias y la regla de responsabilidad patrimonial como norma indisponible – dieron históricamente cuenta de una mayor dificultad en la estructuración de los negocios de financiación (*infra*, Capítulo II). Pero la necesidad financiera fue bastante más terca y poderosa que la obstinación doctrinal de los juristas, obligando a utilizar el máximo ingenio en la búsqueda de soluciones alternativas que ofreciesen efectos al menos similares a los de los negocios de subordinación.

Revisadas las diversas estructuras propuestas por el tráfico comercial, parte de la doctrina impuso la idea de clasificar los medios de subordinación en “directos” e “indirectos” u “oblicuos”¹³¹, aunque también existen referencias a una tercera vía

¹³⁰ Vid. José Luis COLINO MEDIAVILLA (1998): “Reflejo y alcance contable de las deudas subordinadas”, *RdS*, No. 10, p. 487, y BERMEJO, 2002, p. 435.

¹³¹ Este criterio proviene esencialmente del Derecho inglés, para lo cual basta con remitirse a WOOD, 1990, pp. 9 y ss., y FERRÁN, 1999, p. 549. Pero también se replica en el Derecho continental: *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 292 y 293; ARAYA, 1999, pp. 65 y 66; FALCÓN, 2006, pp. 230 y 231; y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 75. A nuestro juicio, con mayor claridad, JOHNSTON, *J. Bus. L.* (1991), p. 229, no ofrece estos términos como forma de clasificar la subordinación, sino solamente como alternativas – poco exactas – para cumplir con el objetivo de la posposición. De ahí que sólo los llamados casos de “subordinación directa” puedan denominarse “*contractual debt subordination*”.

denominada “subordinación estructural”¹³². En cualquier caso, los mecanismos de “subordinación indirecta”, que no pueden calificarse como verdaderos negocios de subordinación, resultan del uso de otras figuras jurídicas, a modo de intentar similares consecuencias a las de la “subordinación directa”, sin llegar a alterar las reglas de prelación ni de responsabilidad patrimonial. La estructura generalmente utilizada suponía que el “acreedor subordinado” se obligaba a transferir al “acreedor beneficiario” todo cuanto recibiese en pago de su crédito hasta la completa satisfacción del crédito beneficiario (“*turnover subordination*”)¹³³ o, alterativamente, sujetar el crédito a la condición de que los créditos beneficiarios fueren completamente extinguidos, aún en sede concursal (“*contingent – debt subordination*”).

Mediante el “*turnover subordination*” se perseguía que los efectos del negocio pasaren desapercibidos para los terceros, y especialmente para la administración concursal. Ésta – ciega del acuerdo entre las partes – debía pagar a los acreedores ordinarios con pleno respeto a la regla de proporcionalidad. Pero, en un momento posterior, y sólo una vez superada la esfera concursal, los fondos debían ser derivados a manos del “acreedor beneficiario” como resultado de la necesaria rendición de

¹³² Vid. FERRÉ, 2006, p. 231. La denominada “subordinación estructural” consiste en que el “acreedor subordinado” presta recursos a un socio del deudor, a condición de que tal socio realice la consecuente aportación de capital por el monto recibido. Al mismo tiempo, el deudor recibe financiación de parte del o de los acreedores que se estiman beneficiarios de dicha subordinación. Lo que resulta es que, conforme a los principios generales, la primera deuda queda pospuesta *de facto*, ya que la recuperación del “crédito subordinado” depende del reintegro que pueda efectuar el socio del deudor, considerando el carácter de pasivo no exigible de la aportación de capital. Estimamos que dicha figura tampoco envuelve un caso de subordinación voluntaria en los términos que la hemos venido estudiando. Para estar frente a ésta necesariamente nos debemos referir a la relación de dos créditos contra un mismo deudor, y, de modo más preciso, a la ordenación y graduación de los pagos de tales créditos. En la llamada “subordinación estructural”, en cambio, no hay identidad de deudores.

¹³³ Para mayor seguridad, la práctica también ha creado modelos más complejos por los cuales el “acreedor beneficiario” tiene derecho a recibir directamente los montos correspondientes (“*double dividend*” o “*double dip*”). Para ello, la práctica inglesa ha recurrido a la figura del fideicomiso (*trust*), a modo de conferir al “acreedor beneficiario” un derecho *in rem* sobre el crédito, que incluso puede hacer valer en un eventual concurso del “acreedor subordinado”. Vid. WOOD, 1990, pp. 9 y 10; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 293, y FERRÉ, 2006, p. 230.

Una razón adicional a la constitución de fideicomiso (*trust*) en el Derecho inglés está dada por la limitada admisibilidad de las estipulaciones a favor de terceros, de manera que se alivia la posición de los acreedores beneficiarios en el ámbito de las emisiones de deuda subordinada. En estas emisiones es evidente que los acreedores ordinarios - quienes son los que realmente se benefician de la cláusula de subordinación - no pueden concurrir al acto de la emisión en razón de su indeterminación, de lo que surge la explicación de su naturaleza jurídica sobre la idea de la extensión de los efectos de la cláusula a terceros ajenos al contrato. Como ello puede ser atacado, el Derecho inglés ofrece nuevamente la solución del *trust*, que ha probado su eficacia aún cuando los beneficiarios (“*beneficial owners*”) no se encuentren plenamente determinados. Vid. Michael FITZGERALD (1983): “Pitfalls and alternatives to subordinated loans”, *I.F.L.R.*, No. 2, p. 17.

cuentas del mandato de cobro o del cumplimiento de la obligación de dar subyacente en esta clase de negocios.

Sin perjuicio de las bondades que revestía esta solución, existían ciertos problemas prácticos que afectaban la posición del “acreedor beneficiario” y que, a la larga, impulsaron el reconocimiento normativo general de los negocios de subordinación. Todas estas dificultades se resumían en la idea de que el “acreedor beneficiario” quedaba a merced de la actividad y solvencia del “acreedor subordinado”, cuestión que se reflejaba en la necesidad de que, para la efectividad del mecanismo, el “acreedor subordinado” debía efectivamente exigir al deudor el pago de su crédito o, en su defecto, comunicarlo tempestivamente al concurso. Ello, aún cuando supiese que ninguno de los fondos recibidos permanecería en sus manos una vez efectuada la correspondiente rendición de cuentas o entrega de fondos al “acreedor beneficiario”. Así también, y dado que el “acreedor beneficiario” no tenía derecho a recibir los fondos de modo directo, sólo gozaba de una acción personal en contra del “subordinado”, a fin de cobrar un crédito que sería calificado como ordinario en un eventual concurso de este último.

Parte de estos mayores riesgos podían aplacarse recurriendo a los expedientes de constitución de garantías, mandatos, cesiones de acciones de cobro, obligaciones particulares de cobro o comunicación del crédito, etc., pero tales soluciones terminaban encareciendo y complicando el escenario.

Pero los temores de la práctica también dieron vida a una forma alternativa: el denominado “*contingent-debt subordination*”. En este caso, se establecía que el “crédito subordinado” se configuraba como un crédito sujeto a la condición de que existiesen fondos suficientes para el pago de los “créditos beneficiarios”. Así, si el deudor era solvente, los “créditos subordinados” podían ser pagados a sus respectivos vencimientos. Al contrario, en caso de insolvencia, el “crédito subordinado” quedaba sujeto a la condición suspensiva de que los “créditos beneficiarios” fuesen completamente extinguidos. De este modo, el “crédito subordinado” podía ser admitido en el concurso, pero sin valor o con un valor meramente nominal, cuestión que sólo sería modificada en caso de cumplimiento de los “créditos beneficiarios”¹³⁴.

Aunque volveremos a este punto *infra*, Capítulo III, 2.2.1, llama la atención que este modelo – calificado como indirecto por la doctrina inglesa – haya sido utilizado para la explicación de la naturaleza jurídica de la subordinación, principalmente por parte de la doctrina italiana¹³⁵. A nuestro juicio, calificar el crédito voluntariamente subordinado como condicional es equivalente a tratar de igual modo al crédito ordinario respecto al privilegiado o al legalmente subordinado respecto al ordinario. Las reglas de prelación no funcionan bajo la idea de la incertidumbre del pago ni de la

¹³⁴ Vid. JOHNSTON, *J. Bus. L.* (1991), p. 226, y FERRÁN, 1999, p. 546.

¹³⁵ Vid. MAFFEL, 1983, pp. 451 y ss., y VANONI, 2000, pp. 58 y ss.

suspensión de los efectos de la obligación, sino como formas de distribución de un activo insuficiente.

Ahora bien, para evitar todos estos obstáculos, sólo en las últimas décadas se ha reconocido ampliamente la figura de la subordinación, generalmente a la luz del incremento del tráfico internacional, la influencia de los modelos de contratación estadounidenses y la modificación de las legislaciones concursales. Si bien las financiaciones subordinadas parecen tener un fértil campo de aplicación en las instituciones de crédito, se reconoció que el concepto mismo de la subordinación (bajo sus diferentes vertientes) podía implicar ventajas en la estructuración de ciertos esquemas de financiación.

Una vez decidido el reconocimiento normativo, no obstante, las legislaciones han optado por diferentes modelos. A estos efectos, nos parece interesante dar cuenta de la clasificación de tales modelos ofrecida por JOHNSTON, atendiendo al grado de autonomía de los particulares en el establecimiento del régimen aplicable al negocio de subordinación¹³⁶. Esta explicación no es sólo útil para distinguir, en su momento, las diferentes aproximaciones de los Derechos español y chileno, sino también comprender la valoración que los diferentes sistemas conceden a la subordinación voluntaria.

- (i) Por una parte están los sistemas en que se estima que las reformas deben centrarse en facilitar la plena producción de los efectos de esta clase de posesión, y no en la creación de una nueva categoría de créditos ("*facilitative approach*")¹³⁷. En éstos se piensa que los obstáculos corrientemente señalados para la validez de la subordinación voluntaria sólo resultarían de unas supuestas y muy abstractas limitaciones legales, aún cuando exista evidencia de que esta clase de negocios no perjudican ni al deudor ni a los demás acreedores del deudor concursado. Lo verdaderamente relevante de esta aproximación, es, sin embargo, que la determinación de los efectos del negocio de subordinación queda entregada a los particulares, y sólo de modo supletorio al legislador.

Por supuesto éste es un modelo que ofrece una mayor flexibilidad, dando en consecuencia un amplio campo de actuación a la autonomía privada en la estructuración de toda suerte de financiaciones subordinadas. El legislador, más que autorizar, reconoce al negocio de

¹³⁶ JOHNSTON, *J. Bus. L.* (1991), pp. 235 y ss.

¹³⁷ Distinción que aparece como punto de partida en la distinción de la subordinación voluntaria en la comparación de los diversos sistemas legislativos. Así, por ejemplo, entre los regímenes español e italiano, como explica Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (2007a): "La reforma del Derecho concursal italiano y el Derecho concursal español (un apunte de Derecho comparado desde una perspectiva española)", *ADCo*, No. 11, p. 333.

subordinación, aunque pueda de alguna manera regularle en ciertos aspectos tales como su publicidad e incardinación en el sistema concursal.

A este sistema responden, entre otros, los sistemas norteamericano, francés, italiano y chileno.¹³⁸ Al primero de ellos ya nos hemos referido brevemente a efectos de dar cuenta de su neutralidad al enfrentar la subordinación (*supra*, Capítulo I, 1.1). Con respecto a los demás, bastan unas breves referencias para comprender lo simple y breve de su reconocimiento.

La ley francesa No. 85-1321, modificatoria de la ley No. 66-537 de 24 de julio de 1966, sobre sociedades comerciales, aceptó expresamente la subordinación en materia de emisión de títulos de deuda mediante el nuevo texto del artículo 339-7¹³⁹. Conforme a lo anterior, indica RETOUT, a partir de dicha legislación aparece como inequívoca la legalidad de constituir, por medio de la declaración unilateral de voluntad, una causa indirecta de prioridad en el pago¹⁴⁰.

Por su parte, el artículo 2.411 del Código Civil italiano (conforme al texto del Decreto Legislativo No. 6, de 17 de enero de 2003, que contiene la reforma orgánica de la disciplina de la sociedad de capital y de la sociedad cooperativa), dispone que “El derecho a la restitución del capital y de los intereses de los obligacionistas puede estar subordinado, en todo o en parte, a la satisfacción del derecho de otros acreedores de la sociedad”¹⁴¹.

¹³⁸ Este modelo fue el propuesto también por el “*Review Committee for Insolvency Law and Practice*” dirigido por Sir Kenneth Cork (de ahí que sus resultados sean conocido como el “Informe Cork”). Así, expresaba que “no existen razones por las que un acreedor que desea hacerlo no pueda subordinar sus créditos a los de otros acreedores o a todos los demás acreedores, salvo los de igual grado. En este caso, ya no serán necesarios los sofisticados mecanismos de cesión que han sido adoptados para permitir la subordinación de deudas. Entonces, recomendamos la inclusión de una cláusula adicional a la sección 33(7) de la ley de 1914 para permitir que se concedan efectos a los acuerdos de subordinación” (traducción del autor).

¹³⁹ El citado artículo dispone que “*En la emisión de valores mobiliarios representativos de créditos por parte de la sociedad emisora o en las que se otorguen derecho a suscribir o adquirir un valor mobiliario representativo de créditos, puede estipularse que tales valores mobiliarios no serán reembolsados sino después del pago a los demás acreedores, salvo respecto a los titulares de préstamos participativos y de títulos participativos*” (traducción del autor).

¹⁴⁰ Jean - Paul RETOUT (1995) : *Les Titres Subordonnés*, Economica, París, p. 17.

¹⁴¹ Traducción del autor. El citado artículo dispone que “*Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi puo' essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società*”. En todo caso, el ordenamiento italiano ya contaba con dos antecedentes respecto a la subordinación voluntaria de créditos: la emisión de obligaciones o títulos de depósito subordinados por parte de las entidades bancarias (artículo 12.7 del Decreto Legislativo No. 1, de 1 de septiembre de 1993, que contiene el *Testo Unico Bancario*), y la postergación absoluta

Finalmente, la legislación chilena, dado el particular interés y entusiasmo en la subordinación voluntaria como parte de un proceso de modernización del mercado de capitales (patente en la Ley No. 20.190, que introdujo la subordinación voluntaria en el CCCh), se detiene en ella con mayor detalle, no estando exenta de cometer ciertos errores conceptuales (*supra*, Capítulo I, 2.1). Pero se ponen de manifiesto - en todo caso - las expectativas que tiene el legislador de que la posposición voluntaria de créditos pueda ser ampliamente utilizada, conformando toda suerte de estructuras de financiación, sin circunscribir sus efectos a un catálogo previamente determinado por el legislador. Considérese especialmente que el segundo inciso del artículo 2.489 CCCh no les trata como una categoría especial de créditos, sino que sigue refiriéndose a los créditos subordinados como una especie dentro de la clase de los créditos ordinarios¹⁴².

- (ii) En el otro extremo se encuentran los sistemas que JOHNSTON tilda de “intervencionistas” (“*intervencionist approach*”), en cuanto suponen que el ordenamiento no sólo flexibiliza la regla de la distribución proporcional a modo de dar expresa cabida a la subordinación voluntaria, sino que además sujeta al crédito subordinado al régimen que ha determinado el propio legislador ¹⁴³.

Este sistema tiene como ventaja el que soluciona buena parte de los problemas interpretativos que pueden generar los negocios de subordinación. Sin embargo, peca de dos vicios: limita la libertad de pacto, pudiendo obstruir la adecuación de los instrumentos a la finalidad económica pretendida, y debe fijar de algún modo la prelación del crédito voluntariamente subordinado. Las soluciones para lograr lo anterior pueden ser diversas, pasando de un régimen – al parecer – más restrictivo, como es el caso del ordenamiento español, o más libre, como el que se establece en la *InsO*. Pero en uno y otro caso, la definición del crédito beneficiario ronda la idea de una subordinación general, obviando la alternativa de la subordinación particular.

del crédito en el ámbito del convenio. Sobre este segundo antecedente, *vid.* Mauro PIZZIGATI (1977): “Postergazione di credito come garanzia nel concordato fallimentare”, *Giur. Comm.*, No. 4, Segunda parte, pp. 284 y ss., y VANONI, 2000, pp. 18 – 20.

¹⁴² El mencionado inciso segundo del artículo 2.489 CCCh dispone que “*Sin perjuicio de lo anterior, si entre los créditos de esta clase figuraren algunos subordinados a otros, éstos se pagarán con antelación a aquéllos.*”

¹⁴³ JOHNSTON, *J. Bus. L.* (1991), p. 238.

Como hemos anticipado, a esta idea responden el modelo alemán y el español. La *InsO* y la LC dieron un paso adelante en el reconocimiento de los créditos voluntariamente postpuestos al tiempo de regular genéricamente a los “créditos subordinados”, categoría diferente a la de los créditos preferentes y ordinarios. Pero, insertados en tal clase, se confiere al legislador la delimitación de sus efectos, que en ambos casos se han definido como iguales a los asignados a los créditos legalmente postpuestos.

Los proyectos de reforma concursal españoles anteriores a la LC habían obviado toda referencia a la subordinación voluntaria, aún cuando una primera alusión a los “créditos legalmente postergados” se encuentra en la Propuesta de Anteproyecto de la Ley Concursal de 1995¹⁴⁴. Ello deriva de que se aprecia en la técnica de la posposición legal un mecanismo de fortalecimiento del crédito ordinario, cuestión que no calza perfectamente con la finalidad de los negocios de subordinación¹⁴⁵. Éstos, si bien pretenden ofrecer una mayor garantía de pago a los créditos beneficiarios, posponen ciertos créditos en virtud de la autonomía privada para el cumplimiento de una cierta finalidad económica, y no como resultado de una técnica legislativa que insta por la posposición a modo de reconocerles un menor mérito concursal¹⁴⁶.

Al parecer, su incorporación en el catálogo de los créditos subordinados por medio de la LC proviene más que de un reconocimiento, a la necesidad de determinar su posición en la graduación de los créditos. Si ya se ha reconocido una categoría como la de los “créditos subordinados” en el artículo 89 LC, y de no haberse mencionado en alguno de los numerales del artículo 92 LC, podría haber quedado la duda sobre el orden de prelación que le hubiese correspondido a los

¹⁴⁴ El artículo 126 de la señalada propuesta sólo recogía tres supuestos de créditos “legalmente postergados”: los relativos a cualquier clase de intereses, los derivados de multas y otras sanciones y aquéllos de los que fuera titular una persona especialmente relacionada con el deudor.

Para una referencia sobre el esquema previsto para la clasificación de los créditos en el referido anteproyecto, *vid.* EMILIO BELTRÁN SÁNCHEZ (1999): “Ideas básicas de la propuesta de anteproyecto de Ley Concursal elaborada por el Profesor Ángel Rojo”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho Concursal y la Eficiencia Económica* (coord. Álvaro Espina), Consejo General de Colegios de Economistas, Madrid, pp. 322 – 326. El régimen previsto para estos créditos se asemeja enormemente al que actualmente consagra la LC, recomendando la lectura del resumen comparativo ofrecido por FERRÉ, 2006, pp. 44 – 46.

¹⁴⁵ VEIGA, *RDBB* 25 (2006), p. 12.

¹⁴⁶ BERMEJO, 2002, pp. 444 y 445 cree que su omisión en la Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal de 1995 se debía, quizás, al interés en sancionar determinados comportamientos por la vía de la subordinación, olvidando los créditos subordinados al margen de la decisión del legislador.

créditos voluntariamente pospuestos¹⁴⁷. Ello especialmente para los casos en que sea el legislador (por ejemplo, en los supuestos de emisiones de obligaciones subordinadas en el campo de las instituciones financieras), o sea la expresa voluntad de las partes, se hubieren limitado a señalar que el crédito será pagado “una vez extinguidos todos los demás créditos del deudor”. Si el legislador se hubiese mantenido silente, ¿se debería haber entendido que el legislador o las partes deseaban un pago posterior incluso al entonces último supuesto del “crédito que, como consecuencia de rescisión concursal, resultase a favor de quien actuó de mala fe en el acto impugnado” (artículo 92.6 LC)? Difícilmente.

¹⁴⁷ Carmen ALONSO LEDESMA (2002): “La clasificación de los créditos en el concurso”, en AA.VV., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerro), Dilex, Madrid, p. 197.

CAPÍTULO II

OBSTÁCULOS TRADICIONALES A LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA

1. Introducción

Si hay un aspecto que no deja de llamar la atención en el estudio de la evolución normativa de la subordinación voluntaria es que, pese a las distancias existentes entre los diversos sistemas de prelación de créditos ofrecidos por el Derecho comparado, se haya mantenido una cierta reticencia doctrinal a su reconocimiento. Sólo el Derecho norteamericano, liberado de las rígidas concepciones de la legislación concursal ofrecidas por los ordenamientos europeos, no tuvo reparos en su aceptación, amplia y sin vacilaciones. En los demás sistemas tendía a caer el peso de la noche sobre quienes pretendían estructurar alguna suerte de financiación subordinada ante la incertidumbre de su validez y extensión. También despierta el interés el hecho de que no encontremos sentencias judiciales que expresamente les condenen a la nulidad, sino sólo referencias vagas, muchas veces justificativas de otros asuntos, que hacían dudar aún al más arriesgado de los juristas que debía dar su opinión sobre este asunto.

En el ámbito del Derecho continental, la incorporación de ciertos modelos de financiación subordinada se manifestó a lo largo del siglo XX, principalmente para la conformación del capital de las entidades financieras o para la estructuración de los préstamos participativos (*supra*, Capítulo I, 3.2). Sin embargo, desde el punto de vista jurídico, hubo quienes entendieron que tales figuras eran excepcionales, de manera que la subordinación - al igual que la preferencia - sólo podía ser establecida por ley¹⁴⁸. Así,

¹⁴⁸ En Chile, de manera muy tajante se había pronunciado José Joaquín UGARTE GODOY (2005): "Sobre la posibilidad de pactar que una obligación tenga el carácter de subordinada en el Derecho chileno", en AA.VV., *Estudios de Derecho Civil: Código y Dogmática en el Sesquicentenario de la Promulgación del Código Civil. Jornadas Nacionales de Derecho Civil, Valdivia* (coord. Juan Andrés Varas Braun y Susan Turner Saelzer), Lexis Nexis, Santiago, pp. 373 – 389.

En Derecho español, cabe destacar a Francisco José ALONSO ESPINOSA (1988): *Asociación y Derechos de los Obligacionistas*, Bosch, Barcelona, pp. 82 y 83, que descartaba la extrapolación del régimen especial de las obligaciones subordinadas emitidas por entidades financieras por el hecho de alterar los derechos de prelación entre las distintas emisiones según la Ley de Sociedades Anónimas; a SEBASTIÁN, CDC 9 (1991), p. 162, quien – aunque admitiendo la posibilidad del pacto en virtud del artículo 1.255 CC-, entendía que éste tendría el inconveniente que "si el acreedor incumple su compromiso, los demás podrán iniciar contra él una acción de responsabilidad, pero en ningún caso se le puede obligar al cumplimiento de lo pactado, de forma que la finalidad perseguida de que un acreedor cobre antes que otro no se habrá cumplido..."; y a COLINO, RdS 10 (1998), p. 485, quien destacaba la excepcionalidad del tratamiento de la deuda subordinada en el ámbito de las entidades

la consagración de una norma especial que permitiese la posposición del crédito en el marco de las señaladas figuras generaba la cuestión acerca de si tal regla era necesaria o si esta subordinación también podía lograrse por medio de una simple manifestación de la autonomía privada. De ahí que cobren importancia las ideas de PORTALE al afirmar que los requisitos legales para que una financiación subordinada pueda ser utilizada como medio de fortalecimiento de los recursos propios de la banca sólo dan lugar a una “completa disciplina típica”, quedando planteada la duda acerca de si cabía o no una configuración atípica como un modelo de financiación aplicable a otros ámbitos o bajo diferentes supuestos¹⁴⁹.

A partir de lo anterior es posible detectar tres grandes obstáculos que históricamente ha tenido la subordinación voluntaria en su reconocimiento por los diversos ordenamientos jurídicos: (i) la rigidez del concepto de la *par condicio creditorum*; (ii) las dificultades terminológicas en la construcción del concepto de las “preferencias” del crédito y su sujeción al principio de legalidad, y (iii) los límites a la responsabilidad patrimonial universal como regla fundamentadora de la coactividad del vínculo obligacional¹⁵⁰. Los señalados obstáculos responden a una misma idea, cual es la imposibilidad que por medio de la autonomía privada se logre la degradación del crédito en el orden de prelación, en tanto, no estando reconocida expresamente su posibilidad, influye en aspectos tan delicados como la concurrencia de acreedores ante el déficit patrimonial y la responsabilidad patrimonial universal como soporte jurídico de las obligaciones.

Respecto a los citados obstáculos, y a objeto de evitar repeticiones inútiles, hemos preferido tratar lo relativo a la *par condicio creditorum* y a las preferencias del crédito de manera conjunta. Lo anterior en razón de que ambas materias se refieren a una cierta rigidez conceptual en el entendimiento de las diversas formas de

financieras sobre la base de cuatro limitaciones: sólo respecto a esta clase de entidades, sólo a los efectos de las técnicas específicas de control de la solvencia, sólo para aquellas deudas subordinadas que satisfagan los requisitos que se exigen, y sólo en los límites de computabilidad establecidos. Esta misma línea de argumentación es referida – y rechazada en el Derecho italiano – por PAVONE LA ROSA, 1983, pp. 455 y 456, y VANONI, 2000, p. 17.

Como respuesta a esta clase de soluciones, *vid.*, en términos más genéricos, los comentarios del NATIONAL BANKRUPTCY REVIEW COMMISSION de los Estados Unidos de América (REVIEW OF NATIONAL BANKRUPTCY REVIEW COMMISSION 459- 87 (1997), citado por Alan SCHWARTZ (1997): “A contract theory approach to business bankruptcy”, *Y.L.J.*, No. 107, p. 1.810), conforme al cual “A pesar de que desde hace un buen tiempo se asumió que ciertos efectos, derechos y obligaciones previstas en el *Bankruptcy Code* no podían ser modificados con anticipación, aún a pesar de la inexistencia de alguna cláusula que determinara tal imposibilidad, la jurisprudencia y la práctica mercantil han empezado a cuestionar la validez de esta inveterada asunción” (traducción del autor).

¹⁴⁹ PORTALE, 1983, p. 19.

¹⁵⁰ Para la enunciación de tales obstáculos, *vid.* Luigi DESIDERIO y Paolo ZAMBONI (1983): “Brevi noti sui prestiti subordinati”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 568 y 569.

coordinación de los créditos en caso de concurrencia. La referencia a la responsabilidad patrimonial universal, aunque íntimamente ligada a los conceptos anteriores, será motivo de un apartado especial dados los problemas particulares que ha generado su comprensión.

2. La subordinación voluntaria como alteración de las reglas de prelación de créditos

2.1. Planteamiento tradicional: la igualdad de trato como principio y finalidad del concurso

La idea de la *par condicio creditorum* como principio y como una de las finalidades más relevantes del Derecho concursal se nos presenta casi a modo de un dogma de fe. En otras palabras, esta afirmación parece no requerir de constatación porque no se aprecian argumentos para una voz disconforme a este modelo ideal en la distribución de la masa activa. Se avanza algo más al afirmar que, en caso de crisis, lo justo, ético, o – al menos – lo conveniente, es que todos los acreedores sean tratados con la misma vara, y que compartan su desgracia conformando la tantas veces denominada “comunidad de pérdidas”.

Sobre tal afirmación, es fácil seguir la huella hasta hacer de la “igualdad de trato” el pilar fundamental sobre el cual descansa todo el sistema concursal. La *par condicio* sería entonces la fuente de inspiración de toda norma que pretende dar una solución colectiva al problema de la insolvencia del deudor común. Y se transformaría, sin más, en el elemento que caracteriza al concurso y en la primera regla en su jerarquía de valores¹⁵¹. Estas ideas, las más extendidas en el estudio comparado de la prelación de créditos y del Derecho concursal, son sintetizadas por SATTÀ de la siguiente manera: “La concursalidad de un procedimiento implica que la consecuencia de la crisis económica de la empresa, esto es, la insatisfacción de los acreedores, sea reparada mediante una regulación igual para todas las relaciones (*par conditio creditorum*), salvo naturalmente las causas legítimas de prelación...”¹⁵²

¹⁵¹ Entre otros, Piero PAJARDI (1992): *Radici e Ideologie del Fallimento*, Giuffrè, Milán, p. 33; Renzo PROVINCIALI (1977): *Instituzioni di Diritto Fallimentari*, CEDAM, Padua, p. 210; y Andrew KEAY y Peter WALTON (2003): *Insolvency Law: Corporate and Personal*, Pearson Longman, Essex, p. 395. Sin embargo, Juan Esteban PUGA VIAL (1999): *Derecho Concursal: El Juicio de Quiebras*, Editorial Jurídica, Santiago, p. 256, le confiere un papel secundario, en el sentido que, “además de remover ese patrimonio enfermo del tráfico comercial normal, ojalá los acreedores se beneficien de ello en términos paritarios y con la preferencia legal que les corresponde.”

¹⁵² Salvatore SATTÀ (1951): *Instituciones del Derecho de Quiebra* (traducc. Rodolfo O. Fontanarrosa), Ediciones Jurídicas Europa – América, Buenos Aires, p. 5. El referido criterio es también sostenido por la mejor doctrina procesal y concursal, incluyendo a Francesco CARNELUTTI (1944): *Sistema de Derecho Procesal Civil* (traducc. Niceto Alcalá-Zamora y Castillo y Santiago Sentís Melendo; y adiciones de Derecho español por Niceto Alcalá-Zamora y Castillo), T. I, Uteha, Buenos Aires, p. 237; Humberto NAVARRINI (1943): *La Quiebra* (traducc. Francisco Hernández B.), Reus, Madrid, pp. 7 y 8; Renzo PROVINCIALI, (1958): *Tratado de Derecho de Quiebras* (traducc. José Antonio

Por de pronto, cabe aclarar que ha sido esta concepción tradicional la que ha ofrecido el principal obstáculo para la validez de la subordinación voluntaria. El “principio de la *par condicio creditorum*” no sólo aparece como justificación del concurso, sino como expresión del orden público e, incluso, como la única solución lógica en caso de concurrencia de acreedores ordinarios. En este contexto, los negocios de subordinación no tienen cómoda cabida, ni aún legalmente reconocidos, en tanto se

Ramírez López), AHR, Barcelona, p. 146; y Giuseppe RAGUSA MAGGIORE (1968): *Il Sistema dei Privilegi nel Fallimento*, Giuffrè, Milán, p. 1.

En España, puede destacarse a José Antonio RAMÍREZ (1998): *La Quiebra*, T. I, Bosch, Barcelona, pp. 47 y ss.; Luis Díez-PICAZO y Antonio GULLÓN BALLESTEROS (2001): *Sistema de Derecho Civil*, Vol. II, Novena edición (reimpresión del año 2004), Tecnos, Madrid, p. 220; e, incluso, luego de la reforma concursal de 2003, a Carmen BOLDÓ RODA (2004): “Efectos del concurso sobre los créditos en particular”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, pp. 2.499 y 2.500; Nicolás DÍAZ DE LEZCANO SEVILLANO (2004): “La compensación en la Ley Concursal. Régimen general y excepciones”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, p. 2.635; Raquel LÓPEZ ORTEGA (2004): “La compensación en el concurso”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, p. 2.845; María Belén GONZÁLEZ FERNÁNDEZ (2004): “La subordinación concursal de los créditos del socio único contra la sociedad unipersonal”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, pp. 3.691 y 3.692; Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ (2007a): “Los efectos del concurso sobre los acreedores, los créditos y los contratos”, en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 985. En cuanto a jurisprudencia, aunque anterior a la entrada en vigor de la LC, puede citarse la SSTS 15 de marzo de 2000 (RJ 2000, 1837) y 30 de octubre de 2002 (RJ 2002, 9726). Luego de la entrada en vigor de la LC se mantiene esta idea, acentuada por la “poda de los privilegios”, como se desprende de STS (Sala Civil, sección 1ª) 21 de enero de 2009 (RJ 2009\398); SAP de Cantabria (sección 3ª) 4 de octubre de 2006 (AC 2006\1823); SSAP de A Coruña (sección 4ª) 24 de noviembre de 2006 (AC 2006\2296) y 21 de mayo de 2007 (AC 2007\1729), que califican al principio de igualdad como “regla áurea” del concurso; SSAP de Barcelona (sección 15ª) 19 de enero de 2006 (JUR 2006\193959), 19 de julio de 2006 (JUR 2007\185475), 11 de diciembre de 2006 (JUR 2009\176303), 22 de enero de 2007 (AC 2007\1506), 26 de enero de 2007 (AC 2007\1408), 26 de junio de 2007 (JUR 2007\337201) y 28 de junio de 2007 (AC 2007\1541), y SAP de Cuenca (sección 1ª) 30 de marzo de 2007 (AC 2007\1592).

En Chile, estas ideas se plasman en las obras de Gabriel PALMA ROGERS (1948): *Legislación de Quiebras*, Editorial Universitaria, Santiago, p. 5; José ZALAUQUETT DAHER (1968): *La Causa de la Declaratoria de Quiebra*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 23; Álvaro PUELMA ACCORSI (1971): *Curso de Derecho de Quiebras*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 25; y Ricardo SANDOVAL LÓPEZ (2007): *Derecho Comercial. La Insolvencia de la Empresa. Derecho Concursal: Quiebras, Convenios y Cesiones de Bienes*, T. IV, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 23, al tiempo que a jurisprudencia también se hace eco de la posición señalada: SCA de Santiago, 11 de enero de 1999 (LexisNexis No. 20.659).

Incluso el sistema norteamericano ha llegado a pronunciarse sobre la misma idea, señalando que la igualdad entre los acreedores es necesariamente el fin último de la legislación concursal (Clarke v. Rogers, 228 U. S. 534, 518 (1913), citado por Kurt H. NADELMANN (1947): “Concurrent bankruptcies and creditor equality in the Americas”, *U. Pa. L. Rev.*, Vol. 96, No. 2., p. 171). A la misma idea atiende CARROLL, *Hous. L. Rev.* 17 (1979), p. 223.

dejaría en manos de los propios acreedores el establecer un modelo de reparto que se aparta de aquella base que insta por la igualdad de trato en el seno del concurso.

La explicación que sigue, en consecuencia, pretende describir las bases en las que se asienta la afirmación de tal igualdad, para luego dar cuenta de nuestra posición. La igualdad de los créditos, a nuestro juicio, resulta un falso principio en tanto comprendamos que cada crédito es, por una parte, independiente en su origen (dado el efecto relativo de los derechos personales), y, por la otra, expresión de una relación jurídica cualitativamente diferente en razón de su causa¹⁵³.

A pesar de que los diversos ordenamientos jurídicos estudiados no contienen una alusión directa a la idea de la igualdad de los acreedores, la aproximación tradicional a la *par condicio creditorum* la sitúa como principio fundamental e inspirador del Derecho concursal¹⁵⁴. Ahora bien, parte de la doctrina ha señalado la existencia de una cierta referencia a este principio cuando el ordenamiento dispone la regla de reparto proporcional de los créditos ordinarios (artículos 157 LC, 2.469 y 2.489 CCCh). Así, GARRIDO había expresado que el principio de proporcionalidad (reflejado en la noción de *par condicio creditorum*) es un principio unitario que regula las relaciones entre acreedores ordinarios, presentándose, en la práctica, como una regla de reparto a *pro rata* que supone “que, en caso de insolvencia del deudor, cada crédito ordinario será satisfecho en la proporción en que el producto de la liquidación de los bienes de la masa activa se corresponda con el importe total de los créditos ordinarios contra ese deudor común...”¹⁵⁵.

Sin embargo, la referencia a la *par condicio creditorum* como “principio” estará dada a lo que se ha venido en denominar “principios de Derecho positivo”, como elementos que dirigen y justifican una determinada regulación¹⁵⁶. Así, no debe resultar de la mera abstracción de una regla jurídica - en este caso, la regla de distribución proporcional -, sino que debe tratarse de un elemento que sirva de fundamento para el concurso en general. En pocas palabras, debe ser una idea matriz¹⁵⁷, y no la mera

¹⁵³ La referencia a la causa del crédito como fundamento del privilegio no debe confundirse con la noción de causa como elemento estructural (de la esencia) de los negocios jurídicos. Como señala Adriano PATTI (2003): *I Privilegi*, Giuffrè, Milán, p. 22, la referencia está dada a las razones valorativas que ha justificado el trato preferente. O, como indica Daniela DI SABATO (2008): *I Privilegi*, Edizioni Scientifiche Italiane, Nápoles, p. 32, a la *ratio legis* que constituye la motivación de la intervención normativa que acuerda el privilegio.

¹⁵⁴ Una excepción se plantea al menos de la dicción literal del artículo 2.741 del *Codice Civile* italiano (que dispone que “*I creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore, salve le cause legittime di prelazione*”), aunque del mismo se colige que el “igual derecho” – transformado en regla de proporcionalidad – admite excepciones en virtud de ciertas “causas legítimas de prelación”.

¹⁵⁵ GARRIDO, 1999, pp. 98 y 99.

¹⁵⁶ Margarita BELADIEZ ROJO (1994): *Los Principios Jurídicos*, Tecnos, Madrid, pp.137 y ss.

¹⁵⁷ Vid. Karl LARENZ (1985): *El Derecho Justo. Fundamentos de Ética Jurídica* (traducc. y presentación de Luis Díez-Picazo), Civitas, Madrid, pp. 34 y ss.

traducción al latín de lo que una regla ya expresa en buen español. La enunciación de un principio rector, en consecuencia, tiene sentido en tanto sirva como criterio interpretativo e integrador de un área del Derecho, cual es precisamente la principal consecuencia que PUELMA y SANDOVAL asocian a la *par condicio creditorum* respecto al Derecho concursal¹⁵⁸.

Este planteamiento tradicional parece haber calado profundamente en la doctrina, lo que se aprecia en todos los casos en los que se ha asociado la *par condicio creditorum* a ciertos preceptos legales que estarían dirigidos a garantizar la igualdad de trato de todos los acreedores. Si el principio inspirador y fundamento de la tutela colectiva es tal paridad, resulta indispensable sostener, por una parte, que el ordenamiento concursal ofrece toda clase de herramientas para hacerlo efectivo, y, por la otra, que debe recurrirse a ella toda vez que el legislador no haya regulado una solución especial, a efectos de integrar la correspondiente laguna legal.

Sobre esta base se explican, por ejemplo, la posibilidad de dejar sin efectos los actos perjudiciales a la masa cometidos por el deudor con anterioridad a la apertura del concurso (en España, artículo 1.111 CC *in fine* y artículos 71 y siguientes LC; en Chile, artículo 2.468 CCCh y artículos 74 y siguientes del Libro IV del CComCh)¹⁵⁹, la

¹⁵⁸ PUELMA, 1971, p. 25, y SANDOVAL, 2007, p.23.

¹⁵⁹ Vid. Aurelio CANDIAN (1934): *Il Processo di Fallimento*, CEDAM, Padua, p. 39 y ss.; NAVARRINI, 1943, pp. 10 y 11; CARNELUTTI, 1944, p. 237; Alberto MAFFEI ALBERTI (1970): *Il Danno nella Revocatoria*, CEDAM, Padua, pp. 133 y ss.; Georges RIPERT (1973): *Traité Élémentaire de Droit Commercial*, T. II, Séptima edición puesta al día por René Roblot, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, pp. 567 y 568; Manuel VARGAS VARGAS (1949): *Tratado de la Acción Pauliana Concursal*, T. II, Ediar, Santiago, p. 337; y SANDOVAL, 2007, p. 23. En España, aún después de la entrada en vigor de la LC, cabe destacar a María del Mar BUSTILLO SAIZ (2004): “Razones de derogación de la retroacción judicial absoluta en la Ley concursal”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, p. 3.974.

En cuanto a jurisprudencia *vid.* también, en España, SSTS 30 de enero de 2004 (RJ 2004, 440), 17 de febrero de 2005 (RJ 2005, 1413), 8 de junio de 2006 (RJ 2006, 3726), 13 de diciembre de 2006 (RJ 2006, 328), 10 de octubre de 2007 (RJ 2007, 7097), 15 de febrero de 2007 (RJ 2007, 938), 6 de noviembre de 2007 (RJ 2007, 8102) y 24 de julio de 2007 (RJ 2007, 4707). Para sentencias posteriores a la entrada en vigor de la LC que aún justifican su decisión en la *par conditio creditorum*, aunque no aún del Tribunal Supremo, pueden consultarse las numerosas referencias efectuadas por Iñigo VILLORRIA RIVERA (2008): “El mito de la *par conditio creditorum*”, *RDGP*, No. 9, pp. 325 y 326. Por su parte, en Chile, *vid.* SCS 7 de julio de 2003 (LexisNexis No. 26.738) y SCS 27 de julio de 2004 (LexisNexis No. 30.589).

En contra de esta posición se expresa Juana PULGAR EZQUERRA (2005): *La Declaración del Concurso de Acreedores*, La Ley, Madrid, p. 153, argumentando que su base no se encuentra en la *par condicio creditorum*, sino en el ámbito de la protección del orden legal de distribución de activos. Asimismo, VILLORRIA, *RDGP* 9 (2008), pp. 319 y ss., indica que, al menos desde la entrada en vigor de la LC, ya no es admisible el recurso a la *par condicio* para justificar el enjuiciamiento de actos anteriores a la declaración del concurso, en razón que el artículo 71 de la citada ley dispone la rescisión de los actos basados en el “perjuicio para la masa activa”. Y, finalmente, José Antonio GARCÍA – CRUCES GONZÁLEZ (2009): “Presupuestos y finalidad de la acción de reintegración en el

vis atractiva en relación con la competencia del tribunal que conoce del concurso (en España, artículo 8 LC; en Chile, artículo 70 del Libro IV del CComCh)¹⁶⁰, la suspensión de los derechos de ejecución individual de los acreedores (en España, artículo 55 LC; en Chile, artículo 71 del Libro IV del CComCh)¹⁶¹, las limitaciones a la posibilidad de compensación (en España, artículo 58 LC; en Chile, artículo 69 del Libro IV del CComCh)¹⁶², el vencimiento anticipado de los plazos (en España, artículo 1.129 CC; en Chile, artículo 1.496 CCCh)¹⁶³, entre muchas otras.

En cualquier caso, creemos que la génesis de este pensamiento tradicional proviene de la comprensión que se tiene de la responsabilidad patrimonial universal como herramienta ofrecida a todo acreedor como respaldo en el cumplimiento de sus créditos (artículos 1.911 CC y 2.465 CCCh)¹⁶⁴. Esta cuestión quedaría aún más de manifiesto en el Código Civil italiano, cuyo artículo 2.741 – acto seguido de consagrar la regla de responsabilidad patrimonial en el artículo 2.740 - dispone que todos los acreedores tienen igual derecho a satisfacerse en los bienes del deudor, salvo las causas legítimas de prelación¹⁶⁵. De este modo, si cada acreedor tiene derecho a dirigirse contra tal patrimonio, entonces el incumplimiento (o su posibilidad) que afecta a varios acreedores producirá una colisión de intereses en el ejercicio de sus derechos en el patrimonio que les sirve de idéntica garantía. De tal suerte, el Derecho consagraría los procedimientos concursales a efectos de proteger la ejecución de tal “garantía

concurso de acreedores”, en AA.VV., *La Reintegración en el Concurso de Acreedores* (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, p. 52 (nota 39), expresa que “No cabe hacer una aplicación *ex ante* de la regla de la *par condicio creditorum* que viniera a legitimar un atentado contra la seguridad del tráfico sino, antes bien, valorar los actos realizados por el deudor en el período bianual a fin de verificar si los mismos obedecen o no a un razonable fundamento económico”.

¹⁶⁰ Vid. SSTS 7 de marzo de 1997 (RJ 1997, 1644) y 12 de diciembre de 2001 (RJ 2001, 9352).

¹⁶¹ Edmond THALLER (1887): *Des Faillites en Droit Comparé*, T. II, A. Rousseau, París, p. 3; RAGUSA, 1968, p. 191; PALMA, 1948, p. 71; BELTRAN, 2007a, p. 988, y SANDOVAL, 2007, pp. 23 y 95.

¹⁶² Luis ROJO AJURIA (1992): *La Compensación como Garantía*, Civitas, Madrid, p. 41; DÍAZ DE LEZCANO, 2004, p. 2.635; LÓPEZ ORTEGA, 2004, pp. 2.852 y 2.853, y SANDOVAL, 2007, p. 23. Jurisprudencialmente, el señalado criterio fue recogido incluso antes de la entrada en vigor de la LC, asumiendo que la compensación vulneraba el principio de la *par condicio creditorum*, como puede observarse en STS 20 de mayo de 1993 (RJ 1993, 3809), SAP de Barcelona (sección 15ª), 4 de julio de 2006 (AC 2006, 2286) y STS de 25 de octubre de 2007 (RJ 2007, 8096).

¹⁶³ PASCUAL, 1986, p. 111; Jorge Luis TOMILLO URBINA (1996): *El Vencimiento Anticipado de las Deudas en la Quiebra*, Civitas, Madrid, p. 46; PUGA, 1999, p. 407, y SANDOVAL, 2007, p. 23.

¹⁶⁴ En este sentido, Alfredo ROCCO (1962): *Il Fallimento. Teoria Generale e Origine Storica*, Giuffrè, Milán, p. 81; Íñigo GÓMEZ-JORDANA (1993): “Concurrencia y prelación de créditos”, *CDC*, No. 12, p. 205; Luis Felipe BAHAMONDEZ PRIETO (1993): *La Prelación de Créditos*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 20 (aunque estos dos últimos reconocen que este régimen de igualdad puede presentar excepciones); DÍEZ SOTO, 2000, p. 25, y BLASCO, 2000, p. 397.

¹⁶⁵ Por todos, Giuseppe BOZZA y Giovanni SCHIAVON (1992): *L’Accertamento dei Crediti nel Fallimento e le Cause di Prelazione*, Giuffrè, Milán, p. 595.

patrimonial”, ofreciendo una tutela colectiva del crédito que se resolvería desde la óptica de la igualdad¹⁶⁶.

Una vez aclarada la extensión del principio, cabe razonar sobre su justificación. Y, sobre este particular, se han puesto sobre la mesa dos explicaciones alternativas: la necesidad de incorporar reglas que impulsen la solidaridad de los acreedores en el reparto de un activo insuficiente y la referencia a la igualdad en la ley consagrada constitucionalmente.

Como primera explicación, se ha dicho que el otorgamiento de una solución colectiva al problema de la insolvencia, y, especialmente la “distribución proporcional” como sistema de reparto, responde a la necesidad de crear un mecanismo “solidario” de reparto. La *par condicio creditorum* sería un principio ético que reclama la constitución de una “comunidad de pérdidas”, diluyendo en la masa la catástrofe que implica la insolvencia del deudor común¹⁶⁷. Al decir de SATTÀ, el concurso surge de “la necesidad de sustituir la ejecución singular, expresión típica del derecho individual (y estábamos por decir egoísta) del acreedor, por un procedimiento, que partiendo del supuesto declarado de la imposibilidad del deudor de satisfacer todas sus obligaciones, aunque fuese manifestada por un solo incumplimiento, mire a satisfacer todas sus obligaciones, y todas ellas en igual medida...”¹⁶⁸

El principio de igualdad se derivaría de otro de los pilares fundamentales del Derecho concursal: la universalidad (subjética, hemos de añadir, también denominado “principio de colectividad”)¹⁶⁹. La necesidad de reunir a todos los acreedores en un mismo procedimiento por el cual se pretenden resolver todas las cuestiones patrimoniales del deudor sólo pasa a tener sentido – afirman quienes piensan de este modo - en cuanto todos los acreedores, en principio, sean tratados como iguales¹⁷⁰. Con ello se derogarían las injusticias de la solución ofrecida por el juicio ejecutivo singular que, basado en el principio del *prior tempore, potior iure*, privilegia (en el hecho) al acreedor más diligente, cercano o informado, obteniendo el pago irrevocable de su

¹⁶⁶ Vid. Arturo ALESSANDRI RODRÍGUEZ (1940): *La Prelación de Créditos*, Editorial Nascimento, Santiago de Chile, pp. 9 y 10; Luis CLARO SOLAR (1979): *Explicaciones de Derecho Civil Chileno y Comparado*, T. XII, Vol. III, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 335, y SANDOVAL, 2007, p. 24.

¹⁶⁷ Así, SATTÀ, 1951, p. 32, y ZALAQUETT, 1968, p. 23. Incluso, GARRIDO, 2000, p. 722, cita la idea de D’AMELIO al señalar que el principio de igualdad de los acreedores, antes de ser una norma jurídica, es un sano y profundo sentimiento humano.

¹⁶⁸ SATTÀ, 1951, p. 32.

¹⁶⁹ ZALAQUETT, 1968, p. 32, y Marta GARCÍA MANDALONIZ (2003): “Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación”, *RDM*, No. 247, p. 309 (nota al pie no. 112). PUELMA, 1971, p. 22, invierte el análisis señalando incluso que el principio de universalidad “tiene por objeto resguardar la igualdad entre los acreedores de un fallido...”

¹⁷⁰ PROVINCIALI, 1958, p.111.

crédito en perjuicio de quienes, incluso, forman parte de una misma clase de créditos¹⁷¹.

De este modo, el crédito deberá someterse a las reglas del concurso, y se transformará en un valor relativo expuesto a la referida “comunidad de pérdidas”. Y, en tanto *comunidad*, esta estructura sujetará a todos los acreedores a beneficios y perjuicios cuantitativa y proporcionalmente equivalentes. BISBAL resume esta posición, no sin después criticarla, sosteniendo que “Así pues la quiebra, según esta visión tradicional, es un procedimiento justo porque engendra una comunidad de pérdidas, con la que se reparte equitativamente el daño producido por la insolvencia del deudor, poniendo freno al egoísmo del acreedor individual y a las consecuencias inicuas de su actuación”¹⁷².

Alternativamente, se ha indicado que el principio de la *par condicio creditorum* está íntimamente asociado a la garantía constitucional de la “igualdad en la ley”¹⁷³. La doctrina ha examinado la igualdad de trato como una virtud, como el paradigma esencial de la justicia distributiva plasmada en la posición que deben tener los acreedores al enfrentarse al deficitario patrimonio del deudor¹⁷⁴. No puede ser de otro modo: si somos iguales en todos los aspectos de la vida social, ¿por qué no hemos de serlo en cuanto hagamos exigibles las obligaciones que han surgido de nuestras actividades con otros particulares? ¿Qué legitimaría que otro acreedor pueda aprovecharse de alguna circunstancia que le permita escapar de dicha regla esencial?

La *par condicio creditorum* supondría, entonces, la forma por medio de la cual la “igualdad en la ley” se manifiesta en el contexto concursal, asegurando un trato paritario para todos los acreedores. Y, así, se reflejaría en una regla de distribución proporcional de la masa activa insuficiente, como “el corolario lógico de la ausencia de

¹⁷¹ Así, José Francisco CERES MONTÉS (2001): “El reconocimiento y graduación de créditos en el procedimiento de quiebra”, *Diario La Ley*, Ref. D-86, T. 3 (recurso electrónico); Juan Pablo ROMÁN RODRÍGUEZ (2004): *Instituciones de Derecho Concursal: Causales de Quiebra y la Sentencia de Quiebra*, Lexis Nexis, Santiago de Chile, pp. 2 y 3; Giuseppe TARZIA (2005): “Par aut dispar condicio creditorum?”, *RDPProc*, Año LX, p.3, y Ángel ROJO FERNÁNDEZ – RÍO (2007b): “El Derecho concursal”, en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 896.

¹⁷² Joaquim BISBAL MÉNDEZ (1994): “La insoportable levedad del Derecho concursal”, *RDM*, No. 214, p. 850.

¹⁷³ Vid. especialmente, a Luis Díez-PICAZO (1982): “Créditos privilegiados en el concurso de acreedores”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho de Quiebras. Jornadas sobre la Reforma del Derecho Concursal Español*, Civitas, Madrid, p. 294, al señalar que “Del mismo modo que todos los ciudadanos son iguales ante la ley, todos los acreedores son iguales ante la ley del concurso.” Para una referencia expresa a la garantía constitucional, vid. también Roberto GARCÍA MARTÍNEZ (1984): “Principios de Derecho concursal: la igualdad de acreedores”, *Diario La Ley*, No. 3, p. 881; Francesco DEL VECCHIO (1994): *I Privilegi nella Legislazione Civile, Fallimentare e Speciale*, Giuffrè, Milán, p. 9; PATTI, 2003, pp. 30 y 31, y TARZIA, *RDPProc* LX (2005), p. 7.

¹⁷⁴ RAGUSA, 1968, p. 1.

causas de preferencia”¹⁷⁵. Esta explicación – veremos más adelante – supone también una velada crítica al “principio de preferencia” como mecanismo alternativo de coordinación.

2.2. *Revisión del planteamiento tradicional de la “par condicio creditorum”*

En el presente apartado pretendemos comprobar que – pese a lo difundido de esta posición en la doctrina y la jurisprudencia más autorizada - la *par condicio creditorum* no es más que un espejismo, una forma de representar un ideal que se aleja de las consideraciones de política económica que rigen en materia de prelación de créditos.

No queremos decir con lo anterior que un cierto ideal de igualdad - más bien, de justicia - no debe estar presente en el ordenamiento concursal, como es común a todos los sectores del Derecho, sino que en ningún caso esta idea debe ser resuelta como la idéntica posición de todos los acreedores enfrentados al patrimonio del deudor insolvente¹⁷⁶. Más bien, el ordenamiento debe prever una forma lógica de coordinación de los créditos que delimite sus riesgos implícitos, las valoraciones políticas subyacentes, los costos económicos asociados, entre otros. La igualdad de los créditos, a nuestro juicio, resulta un falso principio en tanto comprendamos que cada crédito es, por una parte, independiente en su origen (dado el efecto relativo de los derechos personales), y, por la otra, expresión de una relación jurídica cualitativamente diferente en razón de su causa.

El derrumbe de la *par condicio creditorum* se anticipa por la doctrina tradicional cuando, al tiempo de destacar su rol trascendente en las instituciones concursales, se señala que ésta sufre innumerables excepciones, manifestadas primeramente por la tutela preferencial del crédito¹⁷⁷. Lo anterior les lleva a señalar que el papel de la *par condicio* ha quedado históricamente relegado a una posición no sólo secundaria, sino incluso insignificante. Esta conclusión revela una cierta incongruencia por cuanto la

¹⁷⁵ GARRIDO, 1999, pp. 98 y 99.

¹⁷⁶ Ya señala la SAP de Murcia (sección 4ª) 31 de diciembre de 2007 (JUR 2008\88766) que “Debemos entender que [el artículo 92.5 LC] se trata de una norma de calificación de los créditos establecida con la finalidad de una aplicación más justa en la resolución de las situaciones de insolvencia, establecida con la finalidad de que se soporten los perjuicios derivados de la citada insolvencia en formas más adecuadas a la justicia de los derechos de los acreedores.”

¹⁷⁷ Esta tensión es puesta de manifiesto por VEIGA, 2004, p. 21, al indicar que “o la *par condicio* es una mera declaración de principios, pues dista lo suficiente para ser catalogado como principio absoluto, al quedar ahogada por el monstruo devorador de los privilegios, o, por el contrario, hace viable una distribución justa y equitativa de los residuos patrimoniales del deudor quebrado.” *Vid.* también Ángel ROJO FERNÁNDEZ- RÍO (1982a): “El estado de crisis económica”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho de Quiebras: Jornadas sobre la Reforma del Derecho Concursal*, Civitas, Madrid, p. 126; RIVAS, 2000, p. 491; Philip R. WOOD (2007): *Principles of International Insolvency*, Sweet & Maxwell, Londres, pp. 4; y KEAY / WALTON, 2003, p. 395 y 397.

“igualdad de trato” se configuraría como un principio que no logra sustanciarse en el ordenamiento jurídico¹⁷⁸.

De este modo, la idea de la solidaridad como fundante del sistema concursal se desvanece si consideramos las siguientes observaciones:

- (i) PAJARDI ya nos anuncia que los intereses de los acreedores en el concurso son conflictuales y no solidarios¹⁷⁹. La vinculación de todos los créditos con incidencia patrimonial en un único procedimiento concursal tiene sentido, entonces, en tanto se pretende solucionar un conflicto, impidiendo el comportamiento estratégico de los acreedores en desmedro de la eficiencia que pretende la solución colectiva.

La vinculación de la igualdad con la solidaridad y la cooperación supone, al decir de MARTÍNEZ TAPIA, un ser altruista, lógica que no se ajusta bien al orden de mercado, basado en la competencia, la maximización de los intereses y el cálculo racional. Parece prudente afirmar que, al menos en la esfera concursal, es este segundo criterio el que prima por sobre el primero¹⁸⁰.

- (ii) Debe explicarse de qué manera un derecho personal, en esencia relativo, pierde tal carácter y llega a afectar y ser afectado por otros créditos en razón de la insolvencia del deudor común. Surge entonces el ambiguo concepto de los “intereses de la masa”¹⁸¹. Cabe preguntarse entonces si esta “comunidad de intereses” formada con ocasión del concurso

¹⁷⁸ Esta circunstancia ha servido para el surgimiento de un modelo alternativo que da cuenta de la crisis definitiva del concepto. Rizwaan Jamel MOKAL (2005): *Corporate Insolvency Law. Theory and Application*, Oxford University Press, Oxford, pp. 100 y ss., parte de la base que los créditos ordinarios - donde la *par condicio creditorum* sería una realidad - son difícilmente satisfechos en un proceso de liquidación concursal. Por ello propone considerar la graduación de créditos como la verdadera regla general, de modo que la respuesta de la distribución proporcional sólo sea estimada como una excepción de muy escasa (o nula) utilización. En sentido similar se pronuncian Eduardo ESTRADA ALONSO (1997): “La prelación de créditos en la ejecución singular”, *AC*, No. 4, pp. 1.147 y 1.148, y VILLORRIA, *RDCP* 9 (2008), p. 321.

¹⁷⁹ PAJARDI, 1992, p. 35.

¹⁸⁰ Ramón MARTÍNEZ TAPIA (2000): *Igualdad y Razonabilidad en la Justicia Constitucional Española*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Almería, Almería, p. 20.

¹⁸¹ Esta idea se ha reflejado en la jurisprudencia chilena mediante el concepto de la “asociación virtual” de todos los acreedores del fallido, destinada a mantener la igualdad de los interesados (salvo las causas legítimas de preferencia)...” (SCS 10 agosto 1935 (Revista de Derecho y Jurisprudencia, T. XXXII, Sección 1ª, 2ª parte, p. 489 y ss.)) En cuanto a la doctrina, cabe destacar a VARGAS, 1949, T.I, pp. 49 y 50, al decir que “El proceso ejecutivo se puede concebir con dos criterios: con un criterio individualista mirando a la protección exclusiva del deudor en su crédito, o con un criterio social, tomando en consideración la existencia de una vinculación de intereses que hace necesario que la suerte del deudor sea compartida por los acreedores de igual manera.”

provoca un vínculo jurídico entre todos los acreedores capaz de superponerse al interés particular de cada uno de ellos de ver satisfecho íntegramente su crédito. En realidad, debemos razonar que el único y verdadero “interés de la masa” consiste en la pretensión de obtener el mayor valor posible de la liquidación de la empresa, habida cuenta que sólo de esta manera se podrá obtener, a *pro rata*, un mejor reintegro del crédito¹⁸². O, como señala TIRADO, el primer objetivo (intermedio) del concurso será la maximización de la masa activa¹⁸³. Pero esta cuestión escasamente se refiere a la igualdad de los acreedores.

- (iii) Si debemos razonar sobre la idea de que sólo la *par condicio* es expresión de la solidaridad humana, podemos consultar qué papel juega en este plano la tutela preferencial del crédito. En este sentido, podría resultar repulsivo afirmar que el ordenamiento jurídico ha aceptado – e incluso configurado – posiciones egoístas, especialmente para aquellos casos en que la sola voluntad, ajustada a ciertos mecanismos típicos, ha permitido el establecimiento de la preferencia, como es el caso de las garantías reales.

En suma, el principal problema de tratar a la *par condicio creditorum* como principio inspirador y finalidad esencial del Derecho concursal se refiere a la fijación de su contenido y a la revisión normativa de sus justificaciones. La primera idea que se asoma es su tenor literal, relativo a la paridad de trato que deben recibir los acreedores en el marco del proceso concursal, pero incluso esta referencia merece ciertas precisiones:

La “igualdad en la ley” debe iluminar todos los rincones del Derecho, teniendo por objeto la justa distribución de los privilegios y cargas entre las personas, evitando discriminaciones antojadizas¹⁸⁴. Ello implica que, en el ámbito de las reglas de

¹⁸² Vid. BOZZA / SCHIAVON, 1992, p. 597; Thomas EGER (2001): “Bankruptcy regulations and the new German insolvency law from an economic point of view”, *Eur. J. Law. Econ.*, Vol. 11, No. 1, p. 31; José Ramón GARCÍA VICENTE (2004): “Artículo 61”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, p. 673, y CARRASCO, 2009, p. 55.

¹⁸³ Ignacio TIRADO MARTÍ (2009): “Reflexiones sobre el concepto de «interés concursal» (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)”, *ADC*, Vol. LXII, No. 3, p. 1.068. Así también, agrega (p. 1.096) que “Los administradores del concurso, a través de la maximización del valor de la masa activa tienen como objetivo principal la satisfacción, en tanto como sea posible, de los intereses de los acreedores, cuya magnitud y posición jurídico – concursal se cuantifica en el reconocimiento y calificación realizadas en el concurso.”

¹⁸⁴ Manuel ATIENZA (1985): *Introducción al Derecho*, Barcanova, Barcelona, p 108, “La igualdad en la ley implica todavía algo más, a saber, la exigencia de que la ley nos haga *efectivamente* iguales (art. 9.2); es decir, se trata de que la ley persiga como objetivo igualarnos en cuanto a ciertas características (asegurando unos mínimos económicos, sanitarios o educativos), lo que supone, ya que las características de base son distintas, que el trato debe ser desigual.”

prelación, la referencia a este principio constitucional permitirá someter a juicio eventuales diferencias en la forma de calcular el valor relativo de cada crédito. Pero como bien señala JAEGER, la *par condicio creditorum* no puede equipararse al principio superior, prejurídico y general de igualdad¹⁸⁵. El establecimiento de una causa de preferencia o subordinación arbitraria jamás podría implicar una vulneración de la *par condicio*, pero sí de la garantía constitucional que consagra el principio de igualdad¹⁸⁶.

La regla de proporcionalidad ha asumido su carácter de regla general, por lo que acepta la posibilidad de una graduación excepcional, sin juzgar su constitucionalidad. Así, bien podría indicarse que un acreedor preferente y uno ordinario son iguales en la ley si la discriminación entre uno y otro goza de alguna justificación que no resulta arbitraria. Pero difícilmente es ésta la referencia que se pretende acentuar mediante la consagración de la *par condicio creditorum* en el campo del Derecho concursal, en el que se busca un igual reparto de las cargas resultantes de la insolvencia del deudor.

Por su parte, aunque la regla de responsabilidad patrimonial da cuenta de un cierto grado de igualdad entre los acreedores, sólo lo hace en lo que se refiere al acceso a los bienes del deudor para hacer efectivos sus créditos¹⁸⁷. Pero verificada que sea su insuficiencia, la misma regla incluye la posibilidad de una jerarquía en dicho acceso, como se desprende expresamente del artículo 2.469 CCCh¹⁸⁸. La mayor o menor fuerza del derecho dependerá entonces de los caracteres propios de cada crédito, que le calificarán como preferente, ordinario o subordinado¹⁸⁹. Como señala MONTÉS, la posibilidad que el crédito concorra con sus congéneres en igualdad de condiciones sólo pertenece a su "naturaleza". Tal carácter natural – y no esencial – es el que permite modificaciones, sean legales o convencionales, a tal aparente igualdad¹⁹⁰.

¹⁸⁵ Pier Giulio JAEGER (1984): "Par condicio creditorum", *Giur. Comm.*, No. 11, pp. 93 y 94.

¹⁸⁶ Como ejemplo, Carmen ALONSO LEDESMA (2009a): "La reforma en materia de subordinación crediticia", *RDGP*, No. 11, pp. 72 – 74, no da lugar a una posible interpretación literal de los artículos 92.5 y 93 LC. No justifica lo anterior en una supuesta vulneración a la *par condicio creditorum*, sino en que esta interpretación atentaría en contra del "principio de igualdad" contenido en el artículo 14 CE, al consagrar una diferencia que no parece razonable ni proporcional al objetivo propuesto. Iguales parámetros de razonabilidad y justificación objetiva habían sido propuestos por Sebastián SASTRE PAPIOL (2004): "Artículo 92", en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. J.M. Sagreda Tizón, A. Sala Reixachs y A. Ferrer Barriendos), Bosch, Barcelona, p. 1.131 para velar por la constitucionalidad de este supuesto de subordinación legal.

¹⁸⁷ *Vid.* ROMÁN, 2004, p.3.

¹⁸⁸ El artículo 2.469 CCCh dispone que "Los acreedores, con las excepciones indicadas en el artículo 1618, podrán exigir que se vendan todos los bienes del deudor hasta concurrencia de sus créditos, incluso los intereses y los costos de la cobranza, para que con el producto se les satisfaga íntegramente si fueren suficientes los bienes, y en caso de no serlo, a prorrata, cuando no haya causas especiales para preferir ciertos créditos, según la clasificación que sigue."

¹⁸⁹ DI SABATO, 2008, p. 22.

¹⁹⁰ MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), p. 50.

En otras palabras, todos los acreedores tienen – por el hecho de ser tales – un lugar en la fila del reparto del activo del deudor. Pero en tanto se trata de una fila, éstos no necesariamente están situados uno junto al otro, sino también uno tras otro. La determinación del lugar específico puede ser determinado sea por el legislador o por los propios particulares, con ciertos límites. Si los particulares nada han dicho, la ley actúa de modo subsidiario, en el sentido de garantizar una determinada ubicación que funciona bajo la idea de máximo. No pueden disponer de un mejor lugar porque – como es evidente – ello lesionará la posibilidad de reparto de los que pasarían a estar situados más atrás, restando valor a sus créditos. Pero por supuesto que pueden disponer de una peor situación a la que les es asignada, como ocurrirá en el caso de la renuncia a la preferencia, la posposición de hipotecas y la subordinación voluntaria.

Como ha señalado la Audiencia Provincial de Barcelona, “Es perfectamente explicable por ello que la Exposición de Motivos de la nueva LC resalte como uno de sus objetivos centrales el de rescatar el principios de igualdad de trato entre los acreedores, admitiendo excepciones muy contadas y siempre justificadas y reduciendo los privilegios y preferencias a efectos del concurso (Epígrafe V), lo que ha conectado a la legislación española con la de nuestro entorno. Pero resulta inexacto pretender que la LC haya restaurado la igualdad de trato, pues ésta no ha existido nunca. La doctrina es constante al advertir, en un examen de nuestros institutos concursales, que la idea de que las pérdidas sean distribuidas entre todos los acreedores por igual y de forma paritaria nunca llegó a concretarse, unas veces porque algunos de ellos se protegían de posibles insolvencias mediante garantías convencionales, y otras porque esa protección específica era otorgada por el mismo legislador en atención a sus características”¹⁹¹.

Así, no puede pensarse siquiera que la base ideal del reparto sea la igualdad. A medida que el legislador reconoce la existencia de preferencias para el pago de ciertos créditos, la “igualdad” inicial se reduce, como a su vez se aminora lo “universal” de la responsabilidad patrimonial. La existencia de causas de preferencia en el ámbito de la prelación de créditos supone que el crédito ordinario sólo sea satisfecho con el remanente de la liquidación, una vez extinguidos los créditos legalmente beneficiados¹⁹². Lo mismo ocurrirá con los créditos subordinados en relación a los ordinarios, pero a estas alturas sólo habrá una bajísima posibilidad de que exista un remanente.

¹⁹¹ SAP de Barcelona (sección 15ª), 5 de octubre de 2006 (JUR 2007, 145340).

¹⁹² BISBAL, *RDM* 214 (1994), p. 850, agrega que “Ahora bien, cualquiera que haya tenido una mínima noticia del funcionamiento del sistema concursal sabe que el reparto que se produce siempre es desigual... Por tanto, si hay que defender las ventajas de un tratamiento concursal de las relaciones jurídicas frente al sistema preconcursal de tratamiento aislado de las mismas, el argumento ha de situarse en un plano que no se apoye en el mito del reparto equitativo de las pérdidas.”

Bien podrá argumentarse que todas estas objeciones provienen de considerar un supuesto de *igualdad formal*, en el sentido que todos los acreedores – sin distinción – deberían ser tratados de idéntica manera¹⁹³. De lo anterior se colegiría que no habría motivos para que un acreedor sufra más o menos pérdidas que otro en razón de la insolvencia del deudor común, justificando una solución como la que propone la regla de distribución proporcional.

Estamos de acuerdo en que este criterio no puede ser racionalmente sustentado ante la evidencia de que el ordenamiento jurídico ofrece modelos de organización y clasificación de los créditos. Por ello hay quienes aluden a una versión alternativa de la *par condicio creditorum*, no a modo de una igualdad irrestricta entre los acreedores, sino como una igualdad que va aplicándose secuencialmente para cada categoría de créditos¹⁹⁴. En otras palabras, la cuestión se resuelve incorporando la idea de las preferencias en la noción misma de la *par condicio*, ya no formulándolas a modo de excepción, sino como parte integrante del mismo concepto¹⁹⁵.

Se trataría, en consecuencia, de un criterio de *igualdad material*, conforme al cual los acreedores deben ser tratados de igual o dispar manera en razón a las similitudes o diferencias que presenten sus créditos¹⁹⁶. Esta posición deberá asumir que los créditos no son iguales entre sí, de manera que se dará relevancia alguno de sus elementos característicos (“(des)igualdad de características”) a modo de resolver su posición en la escala de prelación (“(des)igualdad de trato”). La igualdad, por tanto, no se interpretará de manera absoluta, sino conforme a los elementos comunes y divergentes de uno y otro crédito. Esta “igualdad de características” – agrega ATIENZA – es una cuestión puramente de hecho, a diferencia de la “igualdad de trato” que se resuelve en una noción prescriptiva. “Afirmar que A y B *deben ser* tratados de la misma manera (siempre o en determinadas circunstancias) – agrega – no es lo mismo que afirmar que A y B *son* iguales...”¹⁹⁷

¹⁹³ Un modelo de igualdad formal tiene aplicación en tanto la norma fuese aplicable a todos quienes se encuentran en un mismo supuesto sin realizar excepciones basadas en criterios que podrían de algún modo justificar la excepción.

¹⁹⁴ Roberto BLANQUER UBEROS (2006): *Las Garantías Reales en el Concurso*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 15 se refiere a este fenómeno como “realización escalonada de la par conditio en el concurso”. Vid. también Ian FLETCHER (2002): *The Law of Insolvency*, Sweet & Maxwell, Londres, p. 659.

¹⁹⁵ Así, Piero PAJARDI (1983): *Manuale di Diritto Fallimentare*, Giuffrè, Milán, p. 20; RAMÍREZ, 1988, pp. 47 y 48; y PUGA, 1999, p. 177, quien – en referencia al Derecho chileno – sostiene algo similar al afirmar que “el principio de la *par conditio* no se identifica necesariamente con la idea de igualdad de los acreedores, sino que con la regla que los acreedores se paguen según su efectiva preferencia legal y, dentro de cada clase, a prorrata. Eso es lo que expresa el art. 2469 del C.C.”

¹⁹⁶ PATTI, 2003, p. 31.

¹⁹⁷ ATIENZA, 1985, p. 104.

Así, la *par condicio creditorum* se traduciría en afirmar que quienes se encuentren en un mismo supuesto jurídico recibirán un trato equivalente¹⁹⁸. Pero ello no aporta muchos elementos como para explicar la forma en que se distribuyen los resultados de la ejecución colectiva, y en nada justifica la regla de proporcionalidad que rige la relación entre los acreedores ordinarios en el interior del concurso¹⁹⁹. Aporta sólo a reforzar la aplicación de la garantía constitucional de igualdad en la ley en el ámbito de la prelación de créditos.

Además, de considerar la *par condicio* conforme a esta segunda acepción, siempre será posible enunciar diversas formas de clasificación de los créditos, empleando todo tipo de categorías para dar cuenta de una igualdad de trato de la clase correspondiente²⁰⁰. Así, pueden siempre considerarse las alternativas planteadas por FINCH, en el sentido de categorizar las deudas conforme a criterios cronológicos, éticos, cuantitativos o conforme a valoraciones de políticas públicas²⁰¹. Lo importante sería que, asumido cualquiera de tales criterios, el legislador trate de igual modo a los acreedores que se encuentren en igual posición. De este modo, la noción de la igualdad de trato resistiría muchas más soluciones que la distribución proporcional entre los acreedores. Por lo anterior, creemos que la idea de la *par condicio creditorum* no debe asociarse al modelo de distribución proporcional. No se relacionan ni como forma de expresión del primero, ni mucho menos deben identificarse en su enunciado. Y, lo anterior, porque la *par condicio creditorum* no solamente es una frase inocua, carente de contenido, sino – como hemos visto – falaz²⁰².

Negando entonces la existencia de un principio particular de igualdad, diferente a la citada garantía constitucional, sólo queda la regla de proporcionalidad

¹⁹⁸ VILLORRIA, *RDCP* 9 (2008), p. 320, agrega que “La incoherencia de nuestra tradición concursal ha sido recurrir a un principio que no dice lo que se pretende como no sea a través de la interpretación tan forzada que rompe con su tenor literal...”

¹⁹⁹ En este sentido, Vern COUNTRYMAN (1985): “The concept of voidable preference in bankruptcy”, *V.L.R.*, No. 38, p. 748, quien aboga por la inexistencia de un principio de igualdad en materia de distribución proporcional. Al contrario, a juicio del citado autor, sólo existe una política de preservar las clases y la igualdad al interior de éstas. En contra, PULGAR, 2005, p. 150, y DÍEZ – PICAZO, 1982, p. 294.

²⁰⁰ *Vid.* MOKAL, 2005, p. 95, para quien un argumento como el anterior debe ser desechado en cuanto simplemente supone señalar que los acreedores pueden ser tratados de modo diferente, pero no señala las razones por las cuales el legislador ha decidido hacerlo de este modo. Adicionalmente, considerar que la idea de la *par condicio* rige igualmente la distribución de los acreedores preferentes entre sí al mismo tiempo que se considera que las preferencias constituyen una excepción a la *par condicio* conlleva la paradoja de que el tratamiento del crédito preferente sería al mismo tiempo aplicación y excepción del ideal de igualdad.

²⁰¹ Vanessa FINCH (2000): “*Is pari passu passé?*”, *Insolvency Lawyer*, pp. 208 – 210. Cabe alertar, sin embargo, que la citada autora no aboga por el establecimiento de ninguna de tales medidas toda vez que entiende que en todas ellas existen deficiencias económicas o dificultades de aplicación.

²⁰² En similar sentido, *vid.* VILLORRIA, *RDCP* 9 (2008), p. 319.

como modo de distribución del activo, regla que en todo caso mantiene su carácter de general ante la excepcionalidad de las técnicas de preferencias y de subordinaciones. A este respecto, GARRIDO concluye que la ambigüedad y falta de contenido de la *par condicio* conducen a desestimarlos no sólo como inspirador de los procedimientos concursales, sino incluso de la regla de distribución proporcional²⁰³. Un par de años más tarde, el mismo autor se expresa incluso de modo más concluyente al indicar que “No quiere decirse con esto que el Proyecto de Ley Concursal intente recuperar una *par condicio* que, como he expresado repetidas veces, no ha existido nunca en realidad, sino que, como consecuencia lógica de las líneas aquí expresadas, se anticipa una recuperación del principio de proporcionalidad frente a la exagerada importancia de las distintas técnicas de preferencia que caracterizan al sistema actualmente en vigor”²⁰⁴.

En suma, y como bien resume TIRADO, la propia existencia de un esquema de prelación de créditos supone que “no puede afirmarse que la finalidad del concurso sea la mayor satisfacción posible de los acreedores, sino la mayor satisfacción de algunos, en detrimento de otros, según un esquema de reparto legalmente establecido”²⁰⁵.

2.3. *Nuestra posición: la necesidad de coordinación de los créditos en el ámbito del concurso*

La universalidad – objetiva y subjetiva – parece ser la nota distintiva del Derecho concursal: en un mismo procedimiento se reúnen todos los acreedores del deudor para hacer efectivos sus derechos sobre todos sus bienes. Pero de lo que carece este esquema inicial es de la justificación que lleva al ordenamiento a ofrecer una solución colectiva que se sobreponga a los remedios ya previstos en el Derecho común. Ya hemos explicado como la universalidad no justifica un tratamiento igualitario de los acreedores, sino sólo la necesidad de coordinar los intereses de todos los acreedores del modo que el legislador haya estimado económica y socialmente más adecuado. Dar una solución colectiva implica “concuralidad”, pero esta “concuralidad” en ningún caso se satisface con la idea de igualdad de trato de todos los acreedores²⁰⁶.

²⁰³ GARRIDO, 2000, pp. 741 y ss.

²⁰⁴ José María GARRIDO (2003): “La graduación de créditos”, en AA.VV., *La Reforma de la Legislación Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río), Marcial Pons, Madrid, p.227.

²⁰⁵ TIRADO, *ADC* LXII.3 (2009), p. 1.085.

²⁰⁶ Considérese también la oportuna visión de MOKAL, 2005, p. 104, al graficar la cuestión del siguiente modo: asegurarse que los acreedores tengan un lugar en la fila es una cosa, pero la posición que éstos ocupan en ella es otra. El principio de igualdad pondría a todos los acreedores en una misma posición, pero este argumento no es necesariamente concomitante con la idea de evitar la carrera que destruye el valor del patrimonio del deudor. Tan sólo si se asegura la existencia de una fila (sea que los acreedores se sitúen en una misma posición, o uno después de otro, o en cualquier otro orden) no habrá carrera, justificando los principios de universalidad y colectividad.

La coordinación – y no la igualdad - será, en definitiva, el elemento que permite distinguir los derechos de los acreedores en la ejecución singular de todas las soluciones colectivas²⁰⁷. Como señala TIRADO, el Derecho concursal cumple una función estrictamente instrumental, de tal forma que “parte de la imposibilidad de una completa tutela de los intereses que persigue cada una de las demás ramas del Derecho, y se fija como objetivo precisamente la reducción del daño que sufren todos aquellos que recibían la protección en el Derecho civil, en el laboral o en el tributario”²⁰⁸.

Pero estas ideas, si bien permiten entender las razones que han llevado al legislador a crear un sistema imperativo de coordinación (propriadamente, los procedimientos concursales), no son suficientes para entender cómo interactuarán los acreedores en tal solución colectiva²⁰⁹. Por ello, debemos señalar que estas normas de coordinación responden a la idea de insuficiencia patrimonial, y que tienen una valoración previa al Derecho concursal que, en general, se encuentran sujetas al denominado “principio de neutralidad”.

2.3.1. La insuficiencia patrimonial como fuente del conflicto de intereses y de la necesidad de coordinación

Las normas de prelación de créditos sólo tienen aplicación en caso de insuficiencia patrimonial: si todos los acreedores pueden ser pagados con los activos liquidables del deudor, no es necesario establecer una secuencia jerárquica para su pago²¹⁰. Al contrario, verificándose que los bienes del deudor no son suficientes, el legislador atisba el conflicto entre los acreedores. Y, resuelve, más que siguiendo un único criterio de proporcionalidad, mediante un conjunto de soluciones que estima económica y socialmente recomendables²¹¹.

Detengámonos un momento en esta cuestión: como hemos señalado, la construcción del derecho personal o de crédito se articula sobre la base de sus efectos

²⁰⁷ Vid. Stanley D. LONGHOFER y Stephen R. PETERS (2004): “Protection from whom? Creditor conflict and bankruptcy”, *Am. L. & Econ. Rev.*, No. 6, p. 250.

²⁰⁸ TIRADO, ADC LXII.3 (2009), p. 1.061.

²⁰⁹ Josep-Oriol LLEBOT MAJÓ (2000): *Las Garantías en los Procedimientos Concursales*, Civitas, Madrid, p. 80 acierta al señalar que “... el principio de integración obligatoria debe extenderse a todos los acreedores, pues de otro modo no sería posible colmar la función concursal.” A ello, BISBAL, RDM 214 (1994), p. 850 agrega que “La concursabilidad no resuelve la inequidad del reparto ni la pretende. La concursabilidad es defendible sólo en la medida en que conserva o aumenta el valor del activo disponible para la satisfacción de los créditos. En otros términos, la concursabilidad no está para hacer justicia distributiva, sino para evitar el desvalor del patrimonio del deudor (o de la garantía de los acreedores) que acarrea la competición para hacerse individualmente de una parte del mismo.”

²¹⁰ SCS 3 de octubre de 1988 (MJJ 3964).

²¹¹ Vid. GARRIDO, 2003, pp. 225 y 226.

relativos, en tanto manifestación de un vínculo privado entre acreedor y deudor²¹². Nada extraño al más puro sentimiento humano apreciamos en el hecho de que, aún en el caso de insolvencia, cada acreedor realice los esfuerzos necesarios para mantener las expectativas de cobro de su crédito y que emprenda las acciones indispensables para su satisfacción, aún si de dicha actuación resulta indirectamente el detrimento en las posibilidades de los demás acreedores²¹³. Como señala DI SABATO, la obtención de mejores resultados por el hecho de una persecución más eficiente de los propios intereses no es necesariamente contraria a las leyes²¹⁴. El ordenamiento jurídico tiende a premiar en este orden de cosas la acción sobre la inacción. En este sentido, no debe olvidarse que el acreedor es tan titular del crédito como el propietario es dueño del bien corporal, debiendo en ambos casos actuar con la diligencia debida en la protección de sus intereses individuales.

Sin embargo, la idea antes esbozada, aunque pueda calificarse como jurídicamente correcta, ocasiona graves inconvenientes desde el punto de vista económico. De ahí que, como veremos, la solución del reparto proporcional se fortalezca por las necesidades del comercio (*ius mercatorum*), principalmente a efectos del fomento del crédito. Así, si se hubiese optado por la no intervención, manteniendo la denominada regla del *prior in tempore, potior in iure*, resultaría que la concesión del crédito sería más difícil, o, al menos, más costosa. Implicaría, por de pronto, que todo acreedor debería ocupar parte de las ganancias esperadas en costos de supervisión de la conducta y situación patrimonial del deudor, como a su vez la actividad y decisiones de los demás acreedores. Desde luego, este costo será traspasado al deudor²¹⁵.

²¹² En Chile, la relatividad del derecho personal se expresa en el artículo 578 CCCh, que dispone que “Derechos personales o créditos son los que sólo pueden reclamarse de ciertas personas, que, por un hecho suyo o la sola disposición de la ley, han contraído las obligaciones correlativas...”

²¹³ Como señala CARRASCO, 2009, p. 55, “Los acreedores no están sujetos a ningún deber de fidelidad con el concurso, por mucho que se pretenda lo contrario por el peligroso (nuevo) apartado 7º del art. 92; desde luego no tienen ningún compromiso con la conservación de la empresa quebrada, no tiene que preocuparles, más allá de lo que exige el art. 7 CC, la suerte de los otros implicados en el concurso, ni harán mal en no atender a otra cosa que a la satisfacción de sus créditos”. En consecuencia, y en referencia al señalado artículo 7 CC, bien puede señalarse que se producirá un “agotamiento del derecho”, en términos de que su titular “puede en principio «apurar» al máximo las ventajas del mismo y realizar con su ejercicio el beneficio típico que corresponde a su titularidad, aunque otro sufra daño, pues este daño es la consecuencia típica de la titularidad de un derecho que significa atribución en exclusiva de un bien escaso” (Ángel CARRASCO PERERA (2001): “Artículo 7”, en AA.VV., *Comentarios al Código Civil* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez – Cano), Aranzadi, Elcano, p. 48).

De hecho, incluso en el propio seno del concurso, los acreedores tienen igual libertad de favorecer las soluciones que estimen más favorables a sus propios intereses, aunque ello implique una disminución relativa de las posibilidades de pago de los demás acreedores. *Vid.* TIRADO, ADC LXII.3 (2009), p. 1.076.

²¹⁴ DI SABATTO, 2008, p. 22.

²¹⁵ Thomas H. JACKSON (1986): *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Estados Unidos de América, p. 13.

Significaría asimismo que, dada la falta de publicidad del crédito, los acreedores más sofisticados (principalmente, entidades financieras) y quienes tengan mayor cercanía con el deudor gocen de privilegios *de facto*, destruyendo las bases del sistema. Debilitado que sea el crédito, menor resulta el crecimiento económico posible, y de ello se concluye rápidamente que aquélla es una respuesta ineficiente.

En resumen, las reglas de prelación resultan de una elección legislativa en miras del resultado económico más eficiente posible, aunque ello implique el sacrificio de los intereses individuales de cada acreedor y un quiebre a la relatividad de sus derechos personales. Al decir de JACKSON, el ordenamiento concursal debe resolver las dificultades que provoca el sistema de cobro individual por parte de los acreedores cuando se considera a la masa de acreedores como un grupo²¹⁶. De este modo, la solución concursal se condiciona desde la óptica de la “tragedia de los recursos comunes”²¹⁷. Tal lógica puede resumirse del siguiente modo: si los acreedores actuasen de manera separada, la ineficiencia no sólo se verifica por la existencia de una reiteración de costos de supervisión, sino principalmente porque – tratando el patrimonio del deudor como un bien escaso que no tiene asignado a ninguno de los acreedores como único y exclusivo titular – cada uno de ellos actuará sin considerar los intereses de los demás acreedores. Lo lógico es que cada acreedor, siguiendo una solución individual, perseguirá la parte de los bienes del deudor que fueren necesarios para el pago de su crédito. Y, siendo esta ejecución generalmente parcial, se logrará un desmembramiento de tal patrimonio hasta el extremo que cada uno de los bienes considerados por separado probablemente tendrá un menor valor que el del patrimonio en su conjunto, sobre todo cuando se trate de una unidad económica²¹⁸.

Entonces, la solución colectiva se impone en aquellos casos en que los acreedores obtendrán una mejor expectativa de pago en el concurso que de seguir un procedimiento de ejecución individual²¹⁹. A nuestro juicio, este es el único interés común de la masa. En caso contrario, no existirán incentivos para dar inicio a un mecanismo concursal para la solución del conflicto.

²¹⁶ JACKSON, 1986, p. 10.

²¹⁷ Para una explicación de la regulación concursal como forma de solucionar la tragedia de los bienes comunes, *vid.* Douglas G. BAIRD y THOMAS J. JACKSON (1985): *Cases, Problems and Materials on Bankruptcy*, Little Brown, Boston, pp. 31 - 35.

²¹⁸ JACKSON, 1986, pp. 11 y ss.

²¹⁹ JACKSON, 1986, p. 21, y LLEBOT, 2000, p. 78.

2.3.2. *Las normas de coordinación como expresión de una valoración previa al proceso concursal y el principio de neutralidad*

Coordinar implica reconocer que existe una colisión de intereses y pretender solucionarlos ordenadamente²²⁰. Como indica WARREN, la razón de ser de las normas de coordinación es determinar cómo se distribuyen las pérdidas entre los partícipes del concurso. Así concluye que, aunque la ley nada hubiese señalado al respecto, la práctica igual hubiese concebido una forma de distribución, pero inorgánica, probablemente privilegiando al acreedor más veloz, más fuerte o al favorito del deudor²²¹. FINCH agrega que la suspensión de los derechos de los acreedores se justifica en posibilitar un cobro ordenado, mediante la realización única de los bienes del deudor, de modo de lograr una distribución justa conforme a los derechos de los acreedores²²². Por ello, y al menos en lo que respecta a los pagos, la coordinación se producirá por medio del reconocimiento del orden de prelación al interior del concurso²²³.

Las fórmulas específicas de coordinación son, en todo caso, previas a la construcción del procedimiento concursal, en tanto éste sólo se trata de un instrumento de solución de conflicto de intereses²²⁴. El concurso, en otras palabras, ofrece un mecanismo que se basa en la idea de la crear un único foro en el que participarán todos quienes tienen intereses patrimoniales en la crisis económica del deudor. El nivel de participación que cada uno de los interesados tendrá en dicho foro, sin embargo, dependerá de la configuración pre-concursal de sus derechos.

²²⁰ BAHAMONDEZ, 1993, p. 51, emplea la idea de coordinación sólo para los derechos subjetivos de igual eficacia, como contraposición a la idea de preferencia, basada en la noción de diferencia de rango entre tales derechos. Somos de la opinión que este término merece una utilización más genérica, tal como lo hace EGER, *Eur. J. Law Econ* 11.1 (2001), pp. 29 y 30; y SCHWARTZ, 1997, pp. 1.807 y 1.808.

²²¹ Elizabeth WARREN (1987): "Bankruptcy policy", *U. Chi. L. Rev.*, Vol. 54, No. 3, p. 790.

²²² Vanessa FINCH (2002): *Corporate Insolvency Law*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 7.

²²³ *Vid.* BISBAL, *RDM* 214 (1994), p. 855.

²²⁴ Debe considerarse que, como una decisión de política legislativa, la estructuración de la LC se basó en la idea de la "unidad legal", entendiéndose por ella la reunión en un solo texto normativo de los aspectos sustantivos y procesales del concurso. En atención a ello, la regulación de la prelación de créditos se incorpora en la LC, dejando de ser aplicables en materia concursal las disposiciones contenidas en el CC y CCom. Sobre el particular, *vid.* PULGAR, 2005, pp. 140 – 145, y José Antonio ÁLVAREZ CAPEROCHIPI (2003): *El Registro de la Propiedad y las Preferencias del Crédito en la Ejecución y en el Concurso (Especial estudio de la nueva Ley concursal)*, Comares, Granada, p. 162, aunque este último critica abiertamente esta solución en términos de no entender las razones por las que una ley llamada a regular un procedimiento concursal, esto es una ley netamente procesal, se aventura a resolver el problema de la jerarquía de las preferencias del crédito, problema no sólo sustantivo o material, sino "que además interdisciplinario en cierta medida cuasiconstitucional, en cuanto es definitorio del contenido del derecho civil y de sus relaciones de este con los derechos privados especiales y el derecho público."

En otras palabras, no es necesariamente el concurso el que justifica la mayor o menor valoración de un determinado crédito, sino que ello depende de las particulares características que éste ya posee conforme a su regulación general. Para construir una respuesta colectiva, el legislador no requiere situar a los acreedores en una misma posición, sino reconocer la existencia de reglas de graduación y proporcionalidad en el marco del proceso concursal. No debe pretenderse que la legislación concursal borre de golpe su conformación pre-concursal, aunque pueda tolerarse que se realicen todos los ajustes necesarios para efectos de la señalada coordinación. Este “principio de neutralidad” reconoce entonces que cualquier variación mayor puede dar lugar al comportamiento estratégico de los acreedores, quienes instarán o no por la apertura del concurso en atención a su posición dentro y fuera de él²²⁵.

2.4. La lógica de la distribución proporcional como regla general de coordinación de los créditos en el ámbito del concurso

Tanto los ordenamientos jurídicos continentales como aquéllos basados en el *Common Law* establecen la regla de distribución proporcional (o “*pari passu*”) ²²⁶ como norma general de coordinación. Su permanencia temporal y expansión en la mayoría de las legislaciones puede dar la idea de estar frente a la única solución posible al problema de concurrencia de los acreedores ordinarios. De nuevo vienen a la mente las nociones de igualdad de trato, justicia y equidad en el reparto de cargas como inspiradores de los procedimientos concursales dada la limitación de los recursos del deudor²²⁷. La doctrina tiende a considerar que el tratamiento igualitario de los acreedores es necesariamente coincidente con la proporcionalidad del reparto²²⁸. De este modo, alterar tal regla de distribución resultaría – no sólo ilegítimo – sino aún contrario a toda lógica.

²²⁵ JACKSON, 1986, pp. 27 y ss. Obsérvese, sin embargo, que la legislación concursal pretende coordinar los intereses de los acreedores titulares de derechos reales de garantía con la posibilidad de satisfacción de todos los acreedores, de manera que los primeros pueden ceder ante esta última para el caso que el tratamiento conjunto de los bienes resulte en un beneficio superior para la masa pasiva. *Vid.* BLANQUER, 2006, pp. 16, 41 y 42. Lo que no creemos admisible, sin embargo, es el establecimiento de un sistema doble de preferencias para el concurso y la ejecución individual, como dispone la Disposición final trigésima tercera de la LC.

²²⁶ Roy GOODE (1990): *Principles of Corporate Insolvency Law*, Queen Mary and Westfield College (University of London), Centre for Commercial Law Studies, Sweet & Maxwell, Londres, p. 59.

²²⁷ GARRIDO, 2000, p. 120.

²²⁸ Esta asociación se hace evidente en BAHAMONDEZ, 1993, p. 20; Carlos Manuel Díez SOTO (2006): *Concurrencia y Prelación de Créditos: Teoría General*, Reus, Madrid, p. 13; ROJO, 2007b, p. 896; e incluso en la STS (Sala Civil, sección 1ª) 21 de enero de 2009 (RJ 2009\398), al expresar que “... la parte restante (la otra mitad de la cuantía) tiene la calificación de créditos ordinarios, concepto residual pero que acumula la generalidad de los créditos concursales, sujetos a la regla de la “*pari condicio creditorum*”...”

La extensión de la regla de proporcionalidad a los diversos ordenamientos parece haberle dado carta de naturaleza como principio (errada, como hemos señalado precedentemente), y de ahí que se lleguen a borrar sus huellas y olvidar sus orígenes. Como señala BRIDGE, “como una de las reglas comerciales más antiguas, se ha tratado como un elemento inmutable del paisaje que llama la atención respecto a varias acciones y disposiciones que se aprecian en torno a ella. La existencia de muchas excepciones legales, como su trivialización, disminuyen la necesidad de justificarla intelectualmente, sea para efectos de atacarla o defenderla”²²⁹.

Aún cuando no han faltado quienes han encontrado ciertos antecedentes en el Derecho romano²³⁰, hay otros que sostienen que la idea de distribución proporcional se establece como regla general a partir de los Derechos estatutarios italianos²³¹. La razón: dada la falta de registro de las deudas de los comerciantes, y, en consecuencia, la imposibilidad de una correcta valoración del riesgo por parte de los acreedores, se prefiere la solución de distribuir las pérdidas a fin de contrarrestar la asimetría de información existente.

Revisando la cuestión desde esta perspectiva, nos parece evidente que la regla de la distribución proporcional no debe elevarse como criterio irrestricto, esencial y ético en la configuración del sistema concursal, sino como el resultado de una opción legislativa. Para entender con mayor claridad lo anterior, vale el siguiente ejemplo: imaginemos que todo acreedor dispone de información perfecta respecto a la situación patrimonial del deudor, de modo que cada cual pueda adecuar sus créditos al nivel de

²²⁹ BRIDGE, 2003, pp. 2 y 3 (la traducción es nuestra).

²³⁰ Francesco FERRARA (1966): *Il Fallimento*, Giuffrè, Milán, pp. 55 y 56, la centra en D.42, 8, 6, 7-Ulp. 66 ad ed.: *neque enim debuit praeripere ceteris post bona possessa, quum iam par conditio omnium creditorum facta esset*. Más directa nos parece, sin embargo, la referencia contenida en C. 7. 72. 6, conforme a la cual “*Pro debito creditores addici sibi bona debitoris non iure postulant. Unde si quidem debitoris tui ceteri creditores pignori res acceperunt, potiores eos quam te chirographarium creditorem haberi non ambigitur. Quod si specialiter vel generaliter nemini probentur obligatae ac sine successore communis debitor vel heres eius decessit, non dominii rerum vindicatione, sed possessione bonorum itemque venditione aequali portione pro rata debiti quantitate omnibus creditoribus consuli potest.*” (“No piden con derecho los acreedores que se les adjudiquen por la deuda los bienes de su deudor. Por lo cual, si los demás acreedores recibieron en prenda bienes de tu deudor, no se duda que ellos son considerados preferentes a ti, que eres acreedor quirografario. Pero si se prueba que a nadie le fueron especial o generalmente obligados, y el deudor común o su heredero falleció sin sucesor, se puede atender a todos los acreedores con una porción igual con arreglo a la cantidad de la deuda, no con la reivindicación del dominio de las cosas, sino con la posesión de los bienes y con su venta.” Traducc. de Ildefonso L. GARCÍA DEL CORRAL (1895): *Cuerpo del Derecho Civil Romano*. Segunda parte (Código), T. V, Jaime Molinas, Barcelona, p. 294).

²³¹ Vid. Juan Pablo ROMÁN RODRÍGUEZ (2001a): “Evolución histórica de las empresas en crisis”, en AA.VV., *Salvamento de las Empresas en Crisis*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 19. Cfr. Humberto AZZOLINA (1961): *Il Fallimento e le Altre Procedure Concorsuali*, T. I, UTET, Turín, p. 45, quien sitúa el origen de la regla en el derecho consuetudinario francés, que gradualmente afirma la igualdad de los acreedores en el concurso.

riesgo que le resulte tolerable²³². En tal escenario, el acreedor posterior sería alertado de la existencia, monto y características de los créditos anteriores, de modo que estos factores podrían ser considerados en su decisión de conceder crédito al deudor. Por razones de justicia, puede decirse que el acreedor anterior experimenta un mayor riesgo en cuanto no puede razonablemente limitar que el deudor contraiga nueva deuda²³³. Tratar a uno y otro acreedor con la misma vara, haciendo aplicable la regla de la igualdad de trato, parecería, en este caso, injusto.

De hecho, EGER comprueba que una de las mayores desventajas de la regla de distribución proporcional se refiere precisamente a este último punto. Explica que cuando los acreedores anteriores establecieron las condiciones contractuales (entre ellas, la tasa de interés), no han hecho sino hacer que el deudor internalice el riesgo de insolvencia e incumplimiento, compensando adecuadamente a los acreedores por medio de la referida retribución. Tan pronto como el deudor contrate nuevos créditos, y en razón de la regla de proporcionalidad - en lugar de una regla de anterioridad temporal - parte del riesgo es necesariamente traspasado del deudor a los acreedores anteriores, sin que ello implique una posible revisión de los términos contractuales de los primeros créditos. De lo anterior cabe considerar dos efectos relevantes, uno económico y el otro jurídico. El económico se refiere al incentivo que se crea para el deudor de contratar nuevos créditos, incluso en condiciones más riesgosas a las que hubiere estado dispuesto de no contar con financiación previa. Mientras, el jurídico se refiere a que estas consecuencias justifican tanto el establecimiento de restricciones contractuales para que el deudor contrate nuevos endeudamientos - cláusulas usuales en las financiaciones de proyectos -, como especialmente la contratación de garantías reales que aseguren el restablecimiento de la regla de prioridad temporal²³⁴.

Sin embargo, el ejemplo esbozado es sólo eso: en la realidad, la información financiera del deudor que se encuentra disponible para la generalidad de los acreedores es bastante escasa, y, más aún, se entrega normalmente sólo a los acreedores más importantes y sofisticados (por ejemplo, las entidades financieras). Si se pretendiera la instauración de una norma de temporalidad en reemplazo de la regla de proporcionalidad, la solución sólo resultaría eficiente en tanto se dispusiera del acervo

²³² Como señala Encarna CORDERO LOBATO (1995): *El Privilegio del Crédito Refaccionario*, Tecnos, Madrid, p. 27, "... el verdadero conocimiento, esto es, la completa información sobre el nivel exacto de riesgo de impago, permitiría una imputación correcta del mismo."

²³³ Y no es razonable porque, como indica John C. WEISTART (1977): "The costs of bankruptcy", *Law & Contemp. Probs.*, Vol. 41, No. 4, p. 108, una cláusula que impida completamente contratar nuevos créditos no es ni jurídicamente eficaz ni económicamente eficiente. Jurídicamente, porque la cláusula es inoponible al tercero que contrata en desconocimiento de la limitación; y, económicamente, por cuanto sus costos de supervisión serían prohibitivos. Agregamos a lo anterior el hecho de que los créditos no resultan sólo de la actividad contractual del deudor, de modo que una limitación absoluta será siempre imposible.

²³⁴ EGER, *Eur. J. Law Econ.* 11.1 (2001), pp. 32 y 33.

informativo necesario para justificar el deterioro en la posibilidad de cobro para el acreedor posterior²³⁵.

Asimismo, una solución basada en la publicidad de los créditos no sólo resulta de difícil aplicación en la actualidad, sino considerablemente más onerosa que la regla de proporcionalidad. La preparación y entrega de información a cada acreedor, aparte de resultar inviable, elevaría en exceso los costes de transacción de cualquier crédito, por mínimo o breve que fuere, además de requerir de cierta destreza en la interpretación de datos por parte del acreedor. Una regla de temporalidad quedaría asimismo desvirtuada por su costo en relación a sus beneficios, especialmente si consideramos la cuestión en concordancia con la existencia de preferencias concursales. La posibilidad de cobro de los créditos ordinarios es siempre residual a la existencia y envergadura de los créditos preferentes, de manera que la regla de temporalidad (al igual que la de proporcionalidad) sería usualmente marginal. Cabe preguntarse, y la respuesta parece negativa, si establecer una regla de temporalidad, con todos los costes asociados, resultaría eficiente como mecanismo distributivo. De lo anterior surge la idea de que la distribución proporcional resulta en la alternativa más simple y barata²³⁶.

Sin embargo, no creemos que deba llegarse al extremo planteado por MOKAL. Este autor parte de la premisa de que la falta de otorgamiento de una causa de preferencia por parte del legislador a cierto tipo de créditos implica, en los hechos, una opción legislativa que dejará al crédito ordinario con pocas posibilidades de cobro. De este modo, una vez satisfechos los créditos preferentes, probablemente no quedará un residuo para el pago de los acreedores ordinarios, de modo que no existe una justificación para la creación de un sistema de clasificación de esta clase de créditos que sea más complejo que el simple esquema planteado por la distribución proporcional. La regla de proporcionalidad no sólo aparecería como la solución menos gravosa, sino como la más eficiente en atención a las posibilidades de cobro de los acreedores ordinarios²³⁷. Concluye, entonces, que para esta clase de créditos la proporcionalidad tiene bastante sentido, en tanto los costos en términos de tiempo, esfuerzo y recursos requeridos para determinar la graduación apropiada de esta clase de créditos excederían cualquier beneficio²³⁸. Hemos señalado que no creemos que una conclusión como la anterior pueda ser completamente coherente con aquellos sistemas que sí han optado por una graduación, como ocurre, por ejemplo, en el ordenamiento alemán y en

²³⁵ Vid. LLEBOT, 2000, pp. 109 y 110.

²³⁶ Vid. David MILMAN (1991): "Priority rights on corporate insolvency", en AA.VV., *Current Issues in Insolvency Law* (coord. Alison Clarke), Stevens & Sons, Londres; y BRIDGE, 2003, pp. 2 y 3.

²³⁷ Rizwaal Jamel MOKAL (2007): "Contractarianism, contractualism, and the law of corporate insolvency", *Singapore Journal of Legal Studies*, p. 87. Así también FINCH, 2002, p. 423, quien agrega la eficiencia de una solución como esta también desde el punto de vista de la administración de justicia, en tanto elimina la discusión sobre si un determinado créditos se ajusta o no a un tipo especial recogido en las preferencias del crédito o en su subordinación.

²³⁸ MOKAL, 2005, p. 125.

el español, en que la categoría de los créditos subordinados ofrece precisamente una excepción a la regla de distribución proporcional, principalmente en miras de otorgar protección y una mejor posibilidad de pago a los créditos ordinarios.

Finalmente, la regla de distribución proporcional consigue diluir el riesgo de insolvencia en un número considerable de acreedores, configurándose como un mecanismo que intenta evitar, hasta donde sea posible, el efecto en cadena de la insolvencia de los operadores económicos²³⁹. En otras palabras, la regla de reparto proporcional cumpliría una finalidad de aseguramiento, o, como señala GARRIDO, “tendría por objeto la parcial cobertura de un riesgo común a todos los acreedores ordinarios... Así, el principio de proporcionalidad parece el medio adecuado para minimizar las pérdidas de los acreedores ordinarios por medio de la división de la pérdida entre todos ellos. Se afirma, en consecuencia, que la explicación del principio de proporcionalidad se halla en la necesidad de establecer una comunidad de pérdidas entre los acreedores ordinarios”²⁴⁰. El problema, expresa el mismo autor, es que esta finalidad no es posible, en tanto “Mal seguro es aquel que no garantiza el cobro de ninguna cantidad. Así, que pueda hablarse de un seguro que no garantiza una indemnización, por pequeña que sea, precisamente cuando más dañoso es el siniestro, no deja de resultar una paradoja”²⁴¹.

A nuestro juicio, esta observación yerra en identificar el riesgo asegurado en virtud de la regla de proporcionalidad. Si el acreedor desea asegurarse – en mayor o menor medida – la obtención de un pago, aunque parcial, de su crédito, no es esta la regla que cumplirá tal objetivo, sino el recurso a las preferencias crediticias, y, en especial, las que se crean en virtud de la creación de una garantía real. Al contrario, la regla de reparto proporcional sólo cubrirá el riesgo de que otros acreedores, igualmente ordinarios, puedan anticiparse en el cobro de sus créditos, obteniendo una preferencia *de facto*. Al respecto, MATRAY sostiene un fundamento económico de la regla de paridad: la igualdad favorece el crédito comercial porque ella otorga a cada acreedor la seguridad que ninguno de ellos, basado en una mayor diligencia, desviará el activo haciéndose pagar en detrimento de los demás²⁴².

Señalamos lo anterior nuevamente a objeto de desmitificar la regla como principio, otorgándole el lugar de regla de distribución. Ello no para restarle importancia, la cual es evidente, sino para apreciar su justa cabida. A modo de conclusión, nos hacemos eco de las ideas de CANDIAN, quien señala que la motivación última de la *par condicio (rectius, la regla de proporcionalidad)* resulta del principio de

²³⁹ GARRIDO, 2000, pp. 737 y 748.

²⁴⁰ GARRIDO, 1999, p. 114.

²⁴¹ GARRIDO, 1999, p. 116.

²⁴² Luc MATRAY (1983): “Le principe d’égalité des créanciers dans la jurisprudence récente de la Cour de Cassation”, en AA.VV., *Les Créanciers et le Droit de la Faillite*, Emile Bruylant, Bruselas, p. 19.

circulación de los bienes y del correcto desenvolvimiento económico. Lo anterior, dado que de no optarse por la regla de proporcionalidad se dificultaría el otorgamiento de crédito, entorpeciendo el comercio²⁴³.

3. Sobre la disponibilidad o imperatividad de las reglas de prelación de créditos

Aún cuando ya hemos refutado la consideración de la idea de igualdad como un principio que inspira el ordenamiento concursal, creemos necesario caminar nuevamente por esta ruta para entender cómo la *par condicio creditorum* y, en general, todas las reglas de prelación de créditos, se articularían como restricciones impuestas, sea por el orden público o sea por leyes imperativas, a la autonomía privada. En este contexto, la subordinación voluntaria – aún admitida en la legislación - aparece como una figura que desatiende las motivaciones que ha tenido el legislador para coordinar los intereses de los acreedores, y, aún aceptada, debería desprenderse que el campo de actuación de la autonomía privada debe ser necesariamente mínimo.

Veremos que en esta visión se confunden dos niveles de argumentación, que, aunque relacionados, merecen un análisis por separado.

Hay quienes - sujetándose todavía a la *par condicio creditorum* como principio - niegan toda eficacia a la manifestación de voluntad que desatienda la idea de igualdad. Así, cualquier modificación a las reglas de prelación, inspiradas del espíritu de la equiparación crediticia, contravendría las bases del ordenamiento jurídico²⁴⁴. Lo anterior no necesariamente por la existencia de una norma específica que así lo señale, sino porque la determinación de la prelación que a cada crédito corresponde es una cuestión de orden público, es decir, una materia de una trascendencia tal que sólo puede ser objeto de una valoración legal.

Pero el fundamento de esta imperatividad, y en especial en lo que toca a la nulidad de los negocios de subordinación, se ha construido también en torno a la idea de la infracción del principio de legalidad de las preferencias. El concepto de preferencias crediticias suele fundarse en su efecto: la prioridad en el pago respecto a otros créditos. De esta manera, si observamos la posición del crédito ordinario cuando ha mediado una subordinación voluntaria, bien podría decirse que éste ha obtenido un

²⁴³ CANDIAN, 1934, p. 39.

²⁴⁴ Incluso, SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 115, argumenta que "... me inclino a pensar que tras la publicación de la Ley Concursal, el régimen dispositivo de la voluntad de las partes ha quedado modificado por la dicción de los artículos 92 y 158, y que la autonomía de la voluntad ha sido sustituida por el régimen imperativo de cobro por rangos y dentro de cada tango, a prorrata." Sin embargo, tal argumentación es dada a efectos de comprobar que, establecidos los casos de subordinación legal, los particulares no podrían mejorar su posición en base a un mero acuerdo de voluntades. Pero ello no responde, a nuestro juicio, a la imperatividad del sistema de prelación, sino que cualquier mejora de posición redundará necesariamente en la constitución de un privilegio convencional, violentando el principio de legalidad que inspira esta materia.

mejor derecho al cobro (en otras palabras, una “prioridad”) en relación al crédito subordinado. En otras palabras, el negocio de subordinación adolecería de un vicio de nulidad en tanto sea resuelto como un caso de preferencia convencional²⁴⁵. Esta posición termina asumiendo que todas las reglas de prelación son intocables para los particulares porque cada vez que se deseen alterar sus contenidos, sea para mejorar o sea para empeorar la calificación del crédito, la voluntad chocaría frontalmente con el muro que implica la tipicidad de las preferencias.

3.1. *La disponibilidad de la regla de distribución proporcional*

El primer grupo de argumentos necesariamente se plantea como corolario de la comprensión de la *par condicio creditorum* como principio y, al menos, una de las finalidades del concurso. El planteamiento tradicional, en suma, coloca a la igualdad de trato como justificación del concurso, de modo que difícilmente podría concederse a los particulares la posibilidad de crear un modelo diferente de reparto. Pero ya hemos señalado que, a nuestro juicio, la regla de distribución proporcional no resulta de un principio básico de igualdad que refleje un valor intocable para los particulares. Tratándose de una regla proveniente de una valoración económica del legislador, podría perfectamente sostenerse que las partes pueden estipular una regla diversa que se ajuste de mejor manera a sus intereses negociales.

Pero este planteamiento se precipita a responder sobre la legitimidad de la subordinación voluntaria sin resolver un importante punto previo: el rol de la autonomía privada en el campo de la prelación de créditos. No debe olvidarse que la graduación de créditos se ha fundado principalmente en valoraciones axiológicas y económicas, que de una u otra manera han justificado el reconocimiento de las causas de preferencias crediticias²⁴⁶. Y ahora también – conviene agregar – de los supuestos de subordinación legal. Así, la visión tradicional de las reglas de prelación supone que dichas valoraciones no parecen haber sido conferidas a la discreción de los particulares, sino que se consideran entregadas exclusivamente al legislador, como fuente única (sea mediata o inmediata) de la ordenación del pago de la masa pasiva del concurso.

Expresión de lo anterior se ha encontrado en el debate doctrinario respecto a la extensión del artículo 100.3 LC, que dispone que la propuesta de convenio no podrá consistir, entre otros, en la alteración de la clasificación de los créditos establecida por la ley. Parte de la doctrina se ha aventurado a señalar que esta prohibición se fundamenta en que se trata ésta de una cuestión imperativa y de orden público, de modo que una norma como tal sería redundante e innecesaria²⁴⁷. Aún más,

²⁴⁵ UGARTE, 2005, p. 387.

²⁴⁶ En este sentido, conviene tener presente el trabajo de GARRIDO, 2000, *passim*.

²⁴⁷ Luis Antonio VELASCO SAN PEDRO (2004): “De la fase de convenio: artículo 100”, en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juan Sánchez- Calero y Vicente Guilarte Gutiérrez), T. III,

considerando la posibilidad contemplada en el artículo 125.1 LC que ciertos créditos o grupos de créditos reciban un trato singular en el convenio, ALONSO LEDESMA expresa que “Partiendo de la base, pues, de que el trato singular puede consistir en un trato distinto, sea el que fuere, el único límite a dicho trato singular será el establecido con carácter general para el contenido de las propuestas de convenio en el artículo 100”²⁴⁸.

En contra de esta idea se pronuncia GONZÁLEZ GOZALO, conforme a quien “... la prohibición de alterar la clasificación de los créditos no puede interpretarse en el sentido de que no cabe dispensar tratos singulares a determinados créditos respecto de los demás de su clase, o el mismo trato a créditos que son de distinta clase, como se desprende del art. 125.I LC... Lo que prohíbe el art. 100.3 es que se altere la calificación de los créditos de cara a una posible liquidación global del patrimonio del deudor, lo que ocurriría si se incumpliera el convenio”²⁴⁹. A una solución similar parece llegar DE LA CUESTA, al señalar que el respeto a la clasificación de los créditos implica que los créditos que han de permanecer como tales después del convenio, han de hacerlo conservando su propio carácter.²⁵⁰ Más interesante nos parece, sin embargo, la referencia efectuada por el citado autor a la relación del artículo 125 LC con el principio de la *par condicio creditorum*, en términos de señalar que “éste [principio] cumple su función al colectivizar primero a los acreedores con la declaración del concurso y a mantener esa colectivización a lo largo del procedimiento, de modo que el derecho de todos los acreedores sea paritariamente definido e incluso que sea paritariamente satisfecho salvo que para esto el propio colectivo o grupo de acreedores haya previsto otra cosa como en el caso del convenio, para cuyo supuesto el repetido principio agota su virtualidad en que se adopten todas las garantías para que la voluntad concerniente al colectivo de acreedores sea posible jurídicamente imputarla al grupo y por consiguiente a cada uno de los que lo integran”²⁵¹.

Creemos entonces que, por limitativo que nos parezca el artículo 100.3 LC, su enunciado no puede quedar justificado por una supuesta intocabilidad de las reglas de graduación de los créditos en el ámbito del convenio, ni menos – genéricamente - en el concurso. Considérese especialmente que el artículo 100.2 LC admite, por ejemplo, la conversión del crédito en participativo, lo que redundaría necesariamente en la transformación del crédito en subordinado (artículo 20.1.c del RDL 7/1996), o la

Lex Nova, Valladolid, p. 2169; y Alfonso GONZÁLEZ GOZALO (2004): “Título V – Capítulo I”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, p. 1.153.

²⁴⁸ Carmen ALONSO LEDESMA (2004a): “Artículo 125 – Reglas especiales”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, p. 2.366.

²⁴⁹ GONZÁLEZ GOZALO, 2004, p. 1.153.

²⁵⁰ José María DE LA CUESTA RUTE (2004): *El Convenio Concursal. Comentarios a los artículos 98 a 141 de la Ley Concursal*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 48.

²⁵¹ DE LA CUESTA, 2004, p. 164.

conversión en acciones o participaciones sociales, lo que incluso le priva de la condición de crédito. Lo que se pretende, en suma, es que el hecho de la aprobación del convenio no implique, como tal, la configuración de los créditos previamente clasificados como privilegiados, ordinarios o subordinados en alguna otra categoría legal que la que le corresponde. En otras palabras, al decir de CARRASCO, “La calificación de «privilegiado» con privilegio especial la otorga la LC, pero esta condición del crédito no puede ser *creada ex novo* en el seno del concurso; es decir, ni el juez, ni los administradores concursales ni el convenio concursal (art. 100.3 LC) pueden atribuir a un acreedor ordinario la condición de privilegiado, si esta condición no se corresponde con los tipos de créditos enumerados en el art. 90.1 LC...”²⁵²

Fuera de esta referencia, la idea de la inmutabilidad de las reglas de prelación (y la referida lógica intervencionista) no parece haberse recogido en ninguna legislación de manera expresa, salvo en cuanto se refiere a la creación voluntaria de causas de preferencias crediticias (artículos 1.925 CC y 89.2 LC y artículos 2.470 y 2.488 CCCh²⁵³). Pero se tratan éstos de niveles completamente diferentes de limitación: un supuesto principio de legalidad relativo a todo orden de prelación de créditos implicaría la más absoluta imperatividad del sistema de graduación establecido por el ordenamiento jurídico.

Pero no creemos que este orden de limitación pueda ser utilizado como único argumento para restringir toda posibilidad de actuación de los acreedores en el ámbito de la prelación de créditos²⁵⁴. Por ejemplo, en el Derecho norteamericano se ha expresado – a nuestro juicio, acertadamente – que uno de los propósitos más relevantes del Derecho concursal es el de determinar los derechos (*entitlements*) de cada uno de los acreedores del fallido para la correcta distribución del activo²⁵⁵. A este respecto, no son pocos los autores que han indicado que la graduación de estos derechos se establece de modo imperativo por el legislador, lo que implicaría – en los sistemas continentales – que no habría campo alguno para la autonomía privada en relación a las reglas de

²⁵² CARRASCO, 2009, p. 62. Aún más, en pie de página agrega que “Como resulta claramente del art. 125 LC, el convenio puede atribuir un «trato singular» a cierta clase de acreedores, si se satisface la regla de la doble mayoría. Este trato singular puede perfectamente ser el cobro preferente frente al resto de los acreedores ordinarios. Mas este cobro no puede provenir de la condición de acreedor con privilegio especial, que el convenio no puede atribuir”.

²⁵³ El artículo 2.470 CCCh dispone que “*Las causas de preferencia son solamente el privilegio y la hipoteca*”. Por su parte, el artículo 2.488 CCCh remata esta idea disponiendo que “*La ley no reconoce otras causas de preferencia que las indicadas en los artículos precedentes*”.

²⁵⁴ Por este motivo no nos parece correcta la indicación de que el principio de legalidad tiene su razón de ser en su carácter excepcional al principio general de la *par condicio creditorum*. Argumenta de este modo DÍEZ SOTO, 2000, p. 45, pero nos parece que un argumento como tal implicaría que todo cuanto es excepcional al citado principio sólo puede estar contemplado en la ley. La restricción a las preferencias convencionales deriva de la necesidad de protección al acreedor que resultaría inferior, siendo expropiado de parte del valor de su crédito sin compensación alguna.

²⁵⁵ JACKSON, 1986, p. 4.

prelación de créditos²⁵⁶. Sin embargo, la afirmación antes indicada trata de expresar lo que los Derechos continentales expresan sobre la idea del principio de legalidad de las preferencias. Así, la cuestión se reduce a que la imperatividad de las normas implica que un acreedor no puede acordar con el deudor el otorgamiento de un mejor derecho al cobro, lesionando las expectativas de los demás acreedores, sin contar con el consentimiento de estos últimos²⁵⁷. Este argumento también nos servirá más adelante para comprobar que la subordinación voluntaria no envuelve la constitución de una “preferencia convencional”.

Sin embargo, la imperatividad de las reglas de prelación también se ha fundado en la noción de que todas ellas son derivaciones del orden público²⁵⁸, es decir, reglas de convivencia básica que no pueden ser alteradas por los particulares dados los desajustes que dicha modificación provocaría. En gran medida, la noción de la *par condicio creditorum* como expresión del orden público proviene de la idea de intervención del Estado en los procedimientos concursales como método para evitar el conflicto existente entre los acreedores que, gozando de idéntica garantía representada por el patrimonio del deudor, y por efectos de la insolvencia, no lograrán el cumplimiento pleno de sus créditos²⁵⁹. De esta manera, CANDIAN supone que es deber del Estado el otorgamiento de un tratamiento igualitario a todos los acreedores, dado que en caso contrario la satisfacción completa de un crédito se hará necesariamente en perjuicio de otro²⁶⁰.

²⁵⁶ Vid. James S. ROGERS (1983): “The impairment of secured creditor’s right in reorganization, a study of the relationship between the fifth amendment and the bankruptcy clause”, *H.L.R.*, Vol. 93, No. 5, p. 994; Robert K. RASMUSSEN (1992): “Debtor’s choice: A menu approach to corporate bankruptcy”, *Tex. L. Rev.*, No. 77, p. 61; y Lucian A. BEBCHUK y Jesse M. FREID (1995): “The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy”, *Y.L.J.*, No. 105, p. 868.

²⁵⁷ ROGERS, 1983, p. 995; y BEBHUCK / FREID, 1995, pp. 868 y ss.

²⁵⁸ Para un ensayo sobre el concepto de orden público y su evolución, puede consultarse a Federico DE CASTRO Y BRAVO (1982): “Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad”, *ADC*, Vol. 35, No. 4, pp. 1.014 y ss. En el caso del Derecho español, la limitación a la libertad de pactos queda positivizada en el artículo 1.255 CC. En el ámbito del Derecho chileno, el concepto se encuentra enunciado de manera menos evidente (aunque igualmente eficaz), estando establecido como una de las formas de objeto moralmente imposible (artículo 1.461 CCCh) y como manifestación de una causa ilícita (artículo 1.467 CCCh).

²⁵⁹ Considérese que, a este respecto, Steven SCHWARCZ (1999): “Rethinking freedom of contract: a bankruptcy paradigm”, *Tex. L. Rev.*, No. 77, p. 520, comenta que la idea que las partes puedan alterar ciertas disposiciones de la legislación concursal entra en conflicto con la visión tradicional que le señala como un conjunto de normas imperativas que preservan los intereses distributivos y rehabilitadores del concurso.

En España, FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 305, también califica a la *par condicio creditorum* como regla imperativa. En Chile, PUGA, 1999, pp. 42 y 43 asume que la *par condicio* es una manifestación del orden público económico, que sólo puede ser afectada de modo metacontractual, esto es, por un contrato en que, beneficiándose las partes, se perjudica a un tercero ajeno a la relación contractual. Ello a modo de argumento de la *par condicio creditorum* como fundamento de las acciones revocatorias concursales.

²⁶⁰ CANDIAN, 1934, p. 38.

Este planteamiento no ha sido ajeno a la jurisprudencia del Tribunal Supremo. De este modo, se ha fallado que “Debe reputarse, adecuado a Ley, el rigor justificado en su interpretación, pues no puede quebrarse de ninguna manera el principio de la «par conditio creditorum»; la nulidad de estos actos se explica, así, por razones de orden o interés público”²⁶¹. En otras palabras, si sólo corresponde al Estado (legislador, hemos de puntualizar) la determinación de cualquier alejamiento al trato igualitario – por el motivo que sea – es porque se desea que dicho trato sea la única respuesta posible en el campo de la concurrencia de créditos. De otro modo, el hecho de que la sola voluntad de las partes pudiese traspasar la pérdida de un acreedor a otro constituiría una evidente fuente de conflictos, cuestión que el legislador evitaría mediante el establecimiento de un régimen de prelación que se vuelve imperativo dada su finalidad de interés público.

En la actualidad, bien podría decirse que estas conclusiones son erradas toda vez que el ordenamiento jurídico ha reconocido la validez de los acuerdos de subordinación²⁶². Sin embargo, creemos que el análisis debe ser precisamente el inverso: la posibilidad de la subordinación voluntaria resulta de que la regla de distribución proporcional no es imperativa para los acreedores, quienes pueden disponer de ella a su arbitrio, con las limitaciones que ofrece, en general, la autonomía privada²⁶³. Y creemos que a dicha solución podía arribarse aún antes que el ordenamiento positivo reconociera expresamente la posibilidad de subordinación, aunque debemos reconocer que el hecho de tal reconocimiento concede mayor certeza jurídica a la figura, al tiempo que alivia la carga de nuestra argumentación²⁶⁴.

Creemos conveniente hacer una breve referencia a aquellos casos en que ya se ha reconocido que la autonomía privada tiene algún grado de injerencia en las normas de prelación de créditos. Encontrar ejemplos como los que se citarán a continuación nos advierte que se ha conferido a los acreedores, al menos, un cierto grado de flexibilidad en la puesta en escena del concurso, apartándose del guión escrito por el legislador, para ajustarse de mejor modo a sus intereses financieros. Hablamos, en particular, de la renunciabilidad de la preferencia, de la preferencia conferida a las garantías reales y de la posibilidad de negociación del rango hipotecario.

En *primer lugar*, y según dan cuenta DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, los privilegios tienen el carácter de renunciables. En tal sentido, y haciendo aplicable el artículo 6.2

²⁶¹ STS 14 de febrero de 2002 (RJ 2002, 1345).

²⁶² GARRIDO, 2000, p. 744.

²⁶³ Solución que ya había sido anticipada por CARLSON, *V.R.L.* 38 (1985), p. 975.

²⁶⁴ En todo caso, nos indica BLASCO, 2004, p. 152, que “... la Ley Concursal hace actualmente inútil la cuestión acerca de la posibilidad y validez de la subordinación o postergación del crédito de origen convencional o voluntario.”

CC, no hay contravención al interés u orden público, y no se perjudica con ello intereses de terceros (salva la excepción, quizás, de los acreedores del renunciante)²⁶⁵. El privilegio está configurado como un beneficio que favorece el cobro, basado en principios de correcta distribución de recursos escasos, pero, desde el punto de vista de su sujeto activo, no configura más que un derecho subjetivo o facultad, que mira a sus intereses personales²⁶⁶. En otras palabras, el legislador establece, en abstracto, cuáles son las obligaciones que estima de más necesaria solución, merecedoras de una cualidad especial en caso de concurrencia y conflicto de acreedores. Pero las mejores armas bien pueden ser despreciadas por el contrincante, transformando el crédito en ordinario, y sujetándose entonces a la regla de proporcionalidad²⁶⁷.

Como *segundo ejemplo*, el otorgamiento de preferencia a los créditos garantizados con prenda e hipoteca redundante en la posibilidad de que, por medio de la autonomía privada, los particulares mejoren la posición de sus créditos en el orden de pago. Pero, por supuesto, debemos admitir que los acreedores prendarios o hipotecarios obtienen preferencia en el pago de sus créditos de la ley, que asimismo dispone cómo y sobre qué puede ejecutarse dicha preferencia. No obstante, salvo en el caso de las hipotecas legales, son las partes las que se adhieren a dicho mecanismo para constituir el beneficio. Como señala PARENTE, la convención de las partes constituye una condición para la constitución o para el ejercicio de la preferencia, pero no puede ser su causa creativa²⁶⁸.

Las razones para conceder preferencia a los acreedores que han logrado acordar con el deudor el otorgamiento de una garantía real pueden parecer del todo cuestionables si se analiza la cuestión desde el punto de vista del acreedor ordinario o común. Este último, en su inactividad, verá disminuida su posibilidad de cobro en el caso de insuficiencia patrimonial en razón de un acuerdo al que no consintió, cuestión que parece aún más injusta si se considera el caso de la garantía real contraída con posterioridad al nacimiento del crédito ordinario²⁶⁹. De este modo, el acreedor

²⁶⁵ DÍEZ-PICAZO / GULLÓN, 2001, p. 226. Concuerdan con ellos, DE REINA, 2002, p. 146, y BLASCO, 2004, p. 90.

²⁶⁶ No nos corresponde examinar la extensa discusión sobre la naturaleza jurídica del privilegio, pero nos parece que, en el punto que nos interesa, cualquiera de las soluciones planteadas nos lleva a idéntica solución: se trata de un poder más o menos amplio otorgado al titular de un crédito para favorecer su cobro.

²⁶⁷ Sobre la base de la renunciabilidad del privilegio, ESTRADA, AC 4 (1997), p. 1.148 extrae la idea que nada impide a un acreedor – renunciando al privilegio – beneficiar de modo indirecto a aquellos acreedores que tenían peor derecho. En la subordinación de créditos ocurre un tanto similar: el acreedor ordinario desecha la regla de proporcionalidad beneficiando con ello a uno o varios acreedores del deudor común.

²⁶⁸ Ferdinando PARENTE (1981): *Nuovo Ordine dei Privilegi e Autonomia Privata*, Jovene Napoli, Nápoles, p. 306.

²⁶⁹ Dado el principio de publicidad que rige a la mayoría de las garantías reales, no podría enjuiciarse del mismo modo la posición del acreedor garantizado frente al acreedor ordinario que, al

ordinario podría ver vaciado sus bolsillos, observando desde la acera de enfrente como el bien garantizado queda sujeto al exclusivo beneficio del acreedor garantizado. Pero la justificación económica de la preferencia a esta clase de garantías parece referirse a la búsqueda de una mejor financiación del deudor, lo que – en términos generales y muy abstractos - beneficiaría a todos sus acreedores²⁷⁰. O, como señala la exposición de motivos de la Ley Hipotecaria española de 1861, las normas entonces vigentes “ni garantizan suficientemente la propiedad, ni ejercen saludable influencia en la prosperidad pública, ni asientan sobre sólidas bases el crédito territorial, ni dan actividad a la circulación de la riqueza, ni moderan el interés del dinero, ni facilitan su adquisición a los dueños de la propiedad inmueble, ni aseguran debidamente a los que sobre esta garantía prestan sus capitales”. De hecho, de no contar con una garantía que le otorgase seguridad, el acreedor podría negarse al otorgamiento del crédito, o, habida cuenta del mayor riesgo implícito en la operación, aumentar la retribución a título de intereses²⁷¹.

Más extraño puede parecer que – por una parte – el ordenamiento sostenga en una mano la bandera de la limitación de las preferencias convencionales, fundado principalmente en el perjuicio que provoca al acreedor inferior, y – por la otra – enarbole una bandera más ancha y colorida que admite que los particulares logren idéntico efecto sujetándose a los requerimientos por él previstos. Pero, aceptada que sea esta dualidad, no nos parece condenable una situación en la que el propio acreedor admita quedar en la acera de enfrente, sobre todo si sus bolsillos no quedaron tan vacíos producto de las ventajas obtenidas por su aceptación de la condición subordinada de su crédito.

En *tercer lugar*, la doctrina y jurisprudencia han aceptado la negociación del rango en materia hipotecaria. Esto implica que los diferentes acreedores hipotecarios pueden obviar las reglas de prelación que les resultan aplicables (generalmente basadas en los principios del *prior in tempore, potior in iure*, propio de los derechos

menos en teoría, podría haber conocido de la existencia de la garantía al tiempo de decidir si otorgaba o no el correspondiente crédito ordinario.

²⁷⁰ O, incluso más, a toda la sociedad por la financiación de las actividades empresariales a menor costo (LLEBOT, 2000, pp. 106 y 107). Incluso, MILMAN, 1991, p. 58, llega a afirmar que la posibilidad de la financiación garantizada fue una causa relevante del crecimiento del capitalismo a partir del siglo XIX, materia que es retomada con especial énfasis en el Derecho español por parte de Tomás RUBIO GARRIDO (1994): *La Propiedad Inmueble y el Mercado Hipotecario*, Montecorvo, Madrid, pp. 105 y ss.

²⁷¹ Aún así, existe una tendencia creciente en el análisis económico del Derecho a considerar que los beneficios obtenidos mediante la obtención de financiación garantizada no alcanzan a cubrir las ineficiencias y perjuicios que ésta produce al resto de los acreedores. *Vid.* especialmente SCHWARTZ, 1981, *passim*; y BEBCHUK / FREID, 1995, *passim*. Para una amplia explicación de los argumentos de ambas partes, puede consultarse a Vanessa FINCH (1999): “Security, insolvency and risk: who pays the price?”, *M.L.R.*, Vol. 62, No. 5, *passim*; mientras, un resumen de tales argumentos puede encontrarse en CARRASCO, 2009, pp. 44 – 47.

reales), e instar a su alteración, por ejemplo, por medio de la posposición en el rango. Quiere decir lo anterior, una vez más, que la prelación no ofrece obstáculo para que los particulares modifiquen su contenido, siempre que, siguiendo los parámetros de la exclusión de la norma y de la renuncia, sólo se sacrifiquen intereses particulares²⁷². En el Derecho español, la STS de 25 de enero de 1963 consideró “Que la alteración y cambio del rango hipotecario, por tratarse de intereses meramente privados y derechos dispositivos – derechos-poderes en beneficio exclusivo de su titular – puede lícitamente pactarse en cuanto no se halla taxativamente prohibido por la legislación española, al amparo del artículo 1.255 y concordantes del Código Civil, y así lo dan a entender las normas de los artículos 420 y 426 del vigente Reglamento Hipotecario, ya que las de los 24 y 25 de la Ley Hipotecaria, que determinan la prioridad de las inscripciones y demás asientos registrados por la fecha del de presentación, no tienen consistencia tan rígida que los coloque en el área del «ius cogens», inderogable por la voluntad de los particulares al condicionar sus bienes económicos, mientras, claro es, no se lesionen los de tercero...”²⁷³

Ya tuvimos oportunidad de distinguir los acuerdos de posposición hipotecaria con la subordinación de créditos (*supra*, Capítulo I, 2.2). Por ello basta recalcar en este punto que una solución como la que se presenta admite – sin timidez – una exclusión de la regla de prelación prevista por el legislador, e, incluso más, una alteración voluntaria al principio de temporalidad que inspira al sistema registral. Creemos que la posibilidad de posposición de hipoteca, aun cuando no se encuentra expresamente reconocida en la LC, debe ser oponible al concurso. Ello puesto que reconocida que se encuentra en el ordenamiento jurídico español (artículo 241 del Reglamento Hipotecario), sin limitaciones en cuanto a su ámbito de aplicación, es de prever que su aplicación en cualquier caso en que el rango hipotecario tuviese alguna significación. Así también, es evidente que las partes interesadas – al tiempo de celebrar el correspondiente negocio – pretendieron modificar el rango de las hipotecas involucradas para todos los efectos que fueren necesarios. En caso contrario, se infringiría el “principio de neutralidad” al que nos refiriéramos *supra*, Capítulo II, 2.3.2, dando lugar a un comportamiento estratégico de los acreedores involucrados,

²⁷² En la legislación chilena, a diferencia de la española, no existe reglamentación expresa y directa de la figura de la posposición. Algunas referencias indirectas pueden encontrarse, por ejemplo, en el artículo 219 del Código de Minería, relativo a la posposición del avío, y en el artículo 25 del Decreto con Fuerza de Ley No. 31, que fija la Ley Orgánica de la Caja de Previsión de la Defensa Nacional, relativo a las facultades del consejo. No obstante, la misma ha sido aceptada por la doctrina, según da cuenta Rafael MERY BERISSO (1958): *Derecho Hipotecario*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 387, al indicar: “es indiscutible, y es por esta razón que ella [*la posposición de hipotecas*] ha sido aceptada ampliamente entre nosotros, aún cuando el Código Civil no la ha considerado en ninguna de sus disposiciones.”

²⁷³ Sentencia disponible en *Jurisprudencia Civil* (1963), Tomo CLV (enero), pp. 484 – 489. La materia de la *litis* era precisamente la licitud de los negocios de posposición de rango – figura no expresamente reconocida en la legislación española (a diferencia de los negocios de reserva) – cuando aquél tiene un efecto reflejo respecto a terceros, en este caso, Hacienda, al gozar de la misma garantía que la hipoteca pospuesta en razón de su crédito de contribución de utilidades.

perjudicando tanto la intención de la norma al aceptar esta clase de negocios como el interés de las partes al celebrarlos.

Ahora bien, constatado el hecho de que el ordenamiento jurídico ha reconocido un cierto campo de actuación de la autonomía privada respecto a las reglas de prelación de créditos, cabe analizar cómo se ajustan los negocios de subordinación en este esquema.

Al respecto, cabe advertir que la aproximación doctrinal a la categoría de los créditos subordinados se ha centrado principalmente en su dimensión concursal, esto es, como una excepción negativa a la idea de la *par condicio creditorum*²⁷⁴. Lo anterior rige para cualquier clase de subordinación, sea ésta legal o voluntaria, pero al referirse particularmente a esta última la cuestión debe asociarse de modo necesario a la autonomía privada. Lo anterior, o bien implica el ensanchamiento de los campos de tal autonomía en el ámbito concursal - cuestión que resultará decepcionante para quienes abogaban por el carácter de orden público del referido principio -, o en un mero reconocimiento legislativo de una cuestión que siempre debió haber sido aceptada. Aunque no ocultamos nuestra simpatía por esta segunda explicación, en cualquiera de los dos casos ha de entenderse que los particulares han sido habilitados para provocar una excepción a lo que la doctrina había caracterizado tradicionalmente como pilar fundamental de la solución concursal.

Pero aún permanece el otro punto de tensión. El hecho de que se pueda desplazar la fórmula del reparto proporcional parece una traición a la idea de la imperatividad de las reglas de prelación²⁷⁵. Conforme a este pensamiento, sólo el legislador, dotado del don único de la sabiduría, conocería los mejores destinos del patrimonio insolvente y conferiría soluciones pétreas e inexpugnables al interés

²⁷⁴ Téngase presente que como excepción negativa les califica también el apartado V de la Exposición de Motivos de la LC. En la doctrina, esta idea se refleja ciertamente en PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p.3, SEBASTIÁN, *CDC* 9 (1991), p. 161; GARCÍA MANDALONIZ, *RDM* 247 (2003), p. 309; MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), p. 50; Vicente GUILARTE GUTIÉRREZ (2004): "Artículos 92.1º a 4º y 6º", en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juan Sánchez-Calero y Vicente Guilarte Gutiérrez), T.II, Lex Nova, Valladolid, p. 2.029; José María GARRIDO (2004): "Artículo 92: Créditos Subordinados", en AA.VV., *Comentarios de la Ley Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río y Emilio Beltrán, coord. Ana Belén Campuzano), Civitas, Madrid, p. 1.659; Ana SUÁREZ BLAVIA (2004): *El Concurso de Acreedores*, Cedecs, Barcelona, p. 429; GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, 2005, p. 3.693; Sebastián SASTRE PAPIOL (2005): "Los créditos subordinados", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal : Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, p. 3.914; Alfredo ÁVILA DE LA TORRE (2005): "Los créditos subordinados en la Ley concursal", en AA.VV., *Las Claves de la Ley Concursal*, Aranzadi, Cizur Menor, p. 439, y, conjuntamente con Mercedes CURTO POLO (2005): "La subordinación del crédito de las personas especialmente relacionadas con el concursado", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, p. 3.538; y Fernando MARÍN DE LA BARCENA (2010): "Subordinación de créditos de socios y concurso de sociedades de capital", *RDCP*, No. 12, p. 94.

²⁷⁵ Así, GUILARTE, 2004, p. 2.042.

particular. Volvemos así a la idea de que el concurso es una fórmula que no sólo permite una correcta coordinación de los acreedores, sino que trasunta un interés general en miras del correcto funcionamiento de la economía. La imperatividad de las normas se calificaría por este interés público, dando pie a la idea de “intervencionismo” concursal, e impidiendo que los particulares cualquier alteración a la calificación de los créditos.

En suma, el problema de la subordinación voluntaria se aprecia en cuanto se estime que las normas de prelación supongan normas imperativas que no dan espacio a la autonomía privada. Y, en particular, en tanto se estime que la regla de proporcionalidad representa un principio informador de la concurrencia de acreedores que no da juego alguno a los intereses económicos que específicamente aquéllos quieran satisfacer. Superada esta visión, quedan amplios espacios para que los particulares adecuen sus propósitos económicos al modo de distribución del activo del deudor concursado²⁷⁶.

Un caso paradigmático que demuestra la evolución de estos planteamientos se ha dado en el Derecho inglés, y por ello lo traemos a colación²⁷⁷. Una apreciación inicial tendía al desconocimiento de la eficacia de los acuerdos de subordinación sobre la base de la afectación a la regla de la distribución *pari passu*, entendida no sólo como principio informador, sino como regla indisponible para los particulares²⁷⁸. Podemos señalar – sin miedo a equívocos – que estos temores se iniciaron con los restrictivos términos empleados por dos resoluciones de la *House of Lords*. En un primer término, en *National Westminster Bank Ltd v Halesowen Presswork and Assemblies Ltd* se resolvió que la regulación concursal era una materia que servía a un interés general, de modo que sus disposiciones no podían ser modificadas por los particulares²⁷⁹. Por su parte, en *British Eagle International Airlines Ltd v Compagnie Nationale Air France*, no se permitió la aplicación de un sistema de compensación (“*clearing house*”) operado por IATA por estimarlo atentatorio a la regla del *pari passu*, señalando – de paso – que ésta tenía el

²⁷⁶ A igual conclusión llega ALEMANY, 2004 (recurso electrónico), al señalar que “... cuando el negocio *neminem nocet*, no hay motivo para declarar su invalidez, pues el principio de la *par condicio* no es de orden público.”

²⁷⁷ La Sección 107 del *Insolvency Act* inglés de 1986 dispone que sujeto a la prioridad de las deudas preferentes, el patrimonio de la compañía en un procedimiento de liquidación voluntaria debe ser aplicado para la satisfacción de las deudas de la compañía de manera proporcional (*pari passu*); mientras la Regla 4.181(1) de las *Insolvency Rules* de 1986 agrega que las deudas que no sean preferentes tendrán el mismo rango entre ellas en caso de liquidación.

²⁷⁸ *Vid.* WOOD, 1990, p. 23, y GOODE, 1990, p. 61. Los temores del uso de la subordinación luego de los fallos que reseñaremos a continuación se reflejan claramente en FITZGERALD, *I.F.L.R.* 2 (1983), p. 18.

²⁷⁹ [1972] AC 785. *Vid.* Gerard M.D. BEAN (1994): “Debt subordination validated”, *Co. Lawyer*, No. 15, p. 52.

carácter de una norma imperativa y, por tanto, ajena a la voluntad de los particulares²⁸⁰.

Basado en las habituales consideraciones de la jurisprudencia inglesa, GOODE concluía que una norma contractual que buscara la exclusión de la regla del *pari passu* era absolutamente ineficaz. En relación a los “acuerdos de subordinación”, el mismo autor agregaba que el administrador concursal no estaba legalmente facultado para reconocer sus efectos en caso de insolvencia dado que el ordenamiento jurídico había dispuesto de modo expreso que, una vez satisfechos los créditos preferentes, el remanente debe ser distribuido conforme a la regla del *pari passu*. Dicha solución presuponía la existencia de disposiciones obligatorias que regulaban la administración y liquidación de la masa activa, reglas que no podían ser excluidas contractualmente. Por tanto, el pago al acreedor beneficiado con anterioridad al acreedor subordinado contravendría la regla de distribución proporcional²⁸¹.

Reconociendo que el problema se circunscribe, entonces, a determinar la disponibilidad de las normas de distribución, la jurisprudencia inglesa ha evolucionado en el último tiempo a la respuesta afirmativa. En *Re Maxwell Communications Corp. Plc.* (1993), el juez Vinelott resolvió expresamente que los “acuerdos de subordinación” no contravenían la regla de paridad, tendencia que continúa en *SSSL Realisations Limited* (2002), que falló de modo directo y expreso sobre la validez de esta clase de “pactos”.

La primera de dichas sentencias es señalada como un hito en el reconocimiento de los “acuerdos de subordinación” en el Derecho inglés, siendo la primera vez que un pacto de estas características se sometía a su consideración. El asunto era, resumidamente el siguiente: se trataba de la emisión de bonos por parte de una sociedad automotora denominada *Maxwell Finance Jersey Ltd.*, títulos que fueron garantizados por parte de *Maxwell Communications Corporation plc*, disponiendo expresamente en dicha garantía que la responsabilidad del garante para con los

²⁸⁰ [1975] 1 WLR 758.

²⁸¹ Roy GOODE (2003): *Legal Problem of Credit and Security*, Thomson Sweet & Maxwell, Londres, p. 186. En contra, *vid.* David MILMAN y Chris DURRANT (1999): *Corporate Insolvency: Law and Practice*, Sweet & Maxwell, Londres, p. 137, para quienes una conclusión como la anterior se circunscribe en la idea de una legislación concursal de corte paternalista.

Pero este argumento no había sido el único que se había pretendido para excluir la subordinación voluntaria en el ámbito del Derecho anglosajón. Previamente se había intentado, sin éxito, dejarles sin efecto sobre la base del llamado “*convenience argument*”, conforme al cual el liquidador no debía ser entorpecido en su labor sobre la base de la determinación del alcance de dichos negocios jurídicos (en Australia, *vid.* *Horne vs. Chester and Fein Property Developments Pty. Ltd* [1987] A.C.L.R. 245). Conforme señala BEAN, *Co. Lawyer* 15 (1994), p. 54, este argumento fue rechazado principalmente en razón que el ordenamiento inglés contiene ciertos supuestos de subordinación legal (“*deferred credits*”), lo que implica que – al menos en ciertos casos – el liquidador debe necesariamente entrar a calificar y clasificar los créditos ordinarios.

“bonistas” se encontraba subordinada a su responsabilidad respecto a otros acreedores ordinarios. Si bien la garantía y el acuerdo de subordinación se sujetaban a legislación suiza, el asunto fue conocido en Inglaterra dado el intento de ejecución de ciertos bienes situados en dicho país, lo que derivó en un pronunciamiento respecto a la validez de esta clase de acuerdos. Al respecto, se estimó que el principio basado en el caso de *British Eagle* no era aplicable desde que este se refería al caso en que el deudor y ciertos acreedores acordaban que estos últimos tendrían ciertas ventajas respecto a los demás, beneficio que es rechazado para ciertos acreedores²⁸².

Sobre la base del pronunciamiento de la sentencia *In Re Maxwell Communications Corporation plc*, la doctrina inglesa pasó a entender que los “acuerdos de subordinación” quedaban plenamente aceptados, sobre la base de dos argumentos cruciales:

- (i) la regla del *pari passu* es una norma que sólo tiene por objeto el beneficio de los acreedores, por lo que su renuncia por parte de éstos en nada afecta al deudor, a la masa de acreedores ni a la administración eficiente de la masa²⁸³. El punto central se encuentra en que, a diferencia del supuesto de *British Eagle*, esta clase de acuerdos no tienen por objeto ni conceder una ventaja al acreedor subordinado ni otorga al acreedor beneficiario un mejor derecho al pago por sobre los acreedores que no concurrieron al pacto, sino simplemente establecer una regla de prelación especial que deteriora las posibilidades de cobro del acreedor subordinado en el concurso²⁸⁴.
- (ii) la “posposición de garantías” había sido aceptada desde siempre en Inglaterra sobre la base del argumento de que, no aplicándose la regla del *pari passu* (precisamente por tratarse de acreedores garantizados), malamente podría concluirse su infracción, al contrario de lo que ocurre con los acreedores ordinarios. Sin embargo, luego de *In Re Maxwell Communications Corporation plc* se concluye que en la subordinación de créditos ordinarios tampoco se presenta dicha infracción, por cuanto se produce lisa y llanamente la exclusión de la regla del *pari passu*. Y ello es posible en cuanto se aprecia que ésta es disponible para los particulares siempre que no se afecten derechos de terceros²⁸⁵.

²⁸² Para una descripción más detallada de dicho fallo, *vid.* BEAN, *Co. Lawyer* 15 (1994), p. 53, y FERRÁN, 1999, p. 551.

²⁸³ FERRÁN, 1999, p. 553.

²⁸⁴ BEAN, *Co. Lawyer* 15 (1994), p. 54. Robert PENNINGTON (1997): *Corporate Insolvency Law*, Butterworths, Londres, pp. 316 y 317, agrega que los acreedores beneficiarios en realidad no reciben un mejor derecho contractual al cobro, sino simplemente un pago preferente como consecuencia de las limitaciones autoimpuestas por los acreedores subordinados para el pago de sus créditos.

²⁸⁵ FERRÁN, 1999, pp. 551 y ss.

Para dar cuenta de la validez de esta clase de cláusulas, el juez Vinelott también argumentó que no veía razones para que un acreedor no pudiese contratar libremente los términos de su deuda, en el entendido de que es plenamente consciente de que producto de la subordinación, su crédito sería pagado con posterioridad al resto de los créditos del deudor en común. Esta cuestión resulta sumamente importante por cuanto, por una parte, nos reconduce a la idea de que el acreedor subordinado debe tener alguna motivación para consentir en el acto de posposición, y, por la otra, que el acreedor debe tener conciencia de los efectos de sus actos²⁸⁶. Cuestiones como esta nos permitirán dar cuenta de la protección que debe otorgarse al acreedor ordinario que resulta subordinado, por ejemplo, en razón de condiciones generales de la contratación. Algún paralelo haremos más adelante (*infra*, Capítulo III, 3.3.3) entre esta cuestión y otra tratada expresamente por la doctrina, como es la renuncia a la acción de saneamiento por evicción.

En el caso de *SSL Realisations*, también conocido como el caso de “Save Group”, el esquema puesto en conocimiento de los tribunales ingleses era el siguiente: *Save Group Plc*, en su calidad de sociedad matriz de *SSSL Realisations*, y conjuntamente con otras sociedades filiales, era, hasta inicios del año 2001, uno de los operadores de estaciones petroleras más importantes que funcionaban en el Reino Unido. En su forma de operación, la sociedad matriz adquiría el petróleo de parte de ciertos suministradores para vendérselos a sus filiales, generando un primer flujo de deuda. Además, estaba a cargo de ser la única fuente de financiación de todo el grupo, de manera que adquiría compromisos financieros cuyos recursos prestaba a su vez al resto de las empresas del grupo, especialmente *SSSL Realisations*, generando un segundo flujo. Ambos flujos constituían una deuda inter-empresa de gran entidad. Para efectos de diferir el pago del precio del combustible, *Save Group Plc* suscribió un acuerdo con *AIG Europe (UK) Ltd*, el que incluía, entre otros, un acuerdo de subordinación de todas las deudas interempresa al cumplimiento de las obligaciones derivadas de su relación contractual. Ante tal escenario, producida la liquidación de *SSSL Realisations*, correspondió a los Tribunales de Justicia revisar directamente la validez de esta clase de acuerdos, esta vez, bajo la perspectiva de la ley inglesa.

En este caso, y nuevamente amparados en la posibilidad que las partes pueden acordar las reglas que estimen convenientes para el caso de insolvencia, los tribunales ingleses estimaron que los acuerdos de subordinación no vulneraban la regla de “*pari passu*”, sino que la misma podía ser perfectamente desplazada por los particulares mediante acuerdos válidos y vinculantes. Este fallo, conjuntamente con *In Re Maxwell Communications Corporation plc*, no solamente han otorgado certeza jurídica a la utilización de la subordinación voluntaria en la estructuración de soluciones financieras, sino que ha abierto un amplio espectro de intereses en su utilización en el Derecho inglés.

²⁸⁶ FINCH, 2002, p. 443.

En suma, la explicación a la exclusión parcial de la regla de proporcionalidad (agregando la calificación de “parcial” puesto que ella sólo sería aplicable para la degradación de los créditos y no para su fortalecimiento) estaría dada por los intereses que se ven lesionados o beneficiados como resultado de la incorporación de la subordinación voluntaria. La subordinación voluntaria se impone como una necesidad para la estructuración de diversas operaciones financieras, de manera que la regla de distribución proporcional debe ceder en su rigidez en consideración a la falta de perjuicios que acarrea para terceros no intervinientes en el “pacto”, siempre y cuando la misma se configure de manera lícita²⁸⁷. Tal es la evolución que ha tenido el Derecho inglés sobre esta materia (y de ahí que hemos prestado cuidadosa atención al tortuoso camino que llevó al fin a su reconocimiento), desarrollo que estimamos igualmente aplicable a otros sistemas que han establecido la regla de proporcionalidad en el seno de la prelación de créditos. Los argumentos esgrimidos, en definitiva, son tan válidos en el sistema inglés como en cualquier otro.

3.2. *El concepto de preferencia crediticia y la extensión del principio de legalidad*

3.2.1. *Planteamiento general*

Con el estudio de la *par condicio creditorum* hemos avanzado bastante en el tema de las preferencias del crédito. Ello porque, en el fondo, tanto la técnica de la proporcionalidad como la de graduación implican diferentes formas de coordinación de los intereses de los acreedores. Pero hemos de volver particularmente a la idea de la preferencia (y, de modo más específico, al del privilegio), por cuanto hay quienes han visto en la subordinación voluntaria una infracción al principio de legalidad que informa la materia bajo la máxima de “*pas de privilege sans texte*”.

La lógica de este argumento – que, aunque como veremos, es más bien literal – se basa en que una solución de graduación sólo es admisible en tanto dispuesta por el legislador. Similar a lo indicado en las páginas anteriores, supone que los particulares deben buscar su lugar en la fila en silencio, sitio que les ha sido previamente asignado en atención al supuesto orden público que se quiere proteger. Por tanto, cuando el legislador señala que únicamente él puede establecer preferencias no sólo se referiría al caso en el que un determinado acreedor pretendiese posicionarse en mejor sitio que el que le correspondía en esa fila, sino también cualquier intento por cambiar tal posición. Y ello porque, en la práctica, incluso cuando uno de tales acreedores pretende posponerse, el resultado es que alguien resulta favorecido, y ese favor pueda ser catalogado como una preferencia.

Habiendo desmentido que exista un orden público que limite la autonomía privada en el ámbito de la prelación de créditos, queda por comprobar que la

²⁸⁷ De hecho, BEAN, *Co. Lawyer* 15 (1994), p. 54 explica que la jurisprudencia inglesa tomó en cuenta para sus resoluciones las consecuencias adversas que implicaría sujetarse al “dogma de la igualdad” en la industria, rechazando la validez de los acuerdos de subordinación.

subordinación no vulnera el citado principio de legalidad. Para ello, seguiremos el camino de revisar la racionalidad económica de la tutela preferencial, para terminar afirmando que el concepto mismo de preferencia no alcanza a cubrir el caso de la subordinación voluntaria.

3.2.2. Estado actual de la comprensión de las preferencias del crédito

La historia de las preferencias del crédito (y de cualquier otro trato privilegiado)²⁸⁸ puede resumirse mediante la siguiente imagen: pensemos en los hermanos que, pese a sus diferencias (edad, comportamiento, carácter, afinidad), suponen evidente que deben recibir igual trato de sus padres. Un día – al parecer, sin motivo – los padres deciden premiar al primero y, a partir de entonces, le conceden un mejor trato, incluso desviando su atención del segundo hijo. Por eso esta historia es, primero, de sospecha (*¿por qué a él?*) y luego de envidia (*¿por qué a mí no?*).

En otras palabras, es la idea que ronda la parábola del hijo pródigo, aquella en que el padre decide celebrar a destajo al hijo que regresa, olvidando al que permaneció a su lado. A pesar de la solución bíblica, en que el padre justifica el mejor trato brindado, bien podría haberse dado otra: la de celebrar también al otro de los hijos para evitar sus sospechas y su envidia. Y decimos que en todos los sistemas en que el entramado de preferencias crediticias ha llegado a conformar un laberinto, es esta segunda la solución que ha primado²⁸⁹. Tanto se quiere proteger a un determinado crédito, que, a suerte de no seguir perjudicando a otros, se les concede igual o superior preferencia. Ahora bien, el camino que se ha seguido en la actualidad – ante la catástrofe de tal lógica – es el opuesto. Se prefiere entonces la solución de las Escrituras, justificando el actuar y acotándolo sólo a aquellos casos en que el trato beneficioso es verdaderamente necesario.

Dejando atrás esta imagen, cabe advertir que la idea de la tutela preferencial es bastante anciana: proviene del Derecho romano, en tanto por su medio pretenden cautelarse ciertos créditos, dependiendo de su titular (*privilegia personæ*) o de su especial naturaleza (*privilegia causæ*). Evidentemente, los intereses revolucionarios del siglo XVIII rompieron drásticamente con el primer modelo, preservándose solamente el segundo dados los intereses económicos subyacentes. De este modo, aún las corrientes que propugnaban el ideal de la igualdad no estimaron arbitraria la conformación de un crédito que, en caso de concurso de acreedores, pudiese pagarse

²⁸⁸ Sólo basta meditar sobre la idea del *privilegium* como *lex privata*.

²⁸⁹ Como señala Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ (2007b): “El nuevo Derecho concursal español”, *AAMN*, No. 43, pp. 487 y 488, “La escasa satisfacción de los acreedores – ordinarios – deriva, en fin, de la existencia de numerosos créditos privilegiados, que se han ido acumulando a lo largo de la historia, introduciéndose en función de las presiones de los correspondientes grupos sociales.” (Tales grupos sociales, en nuestro ejemplo, son los hermanos que han abogado exitosamente por la concesión del trato mejor).

con prioridad a los demás²⁹⁰. Pero para ello, como disponen expresamente el artículo 2.095 del *Code Civil* francés y el artículo 2.741 del *Codice Civile* italiano, la razón de ser del privilegio ha de encontrarse únicamente en la cualidad o causa del crédito²⁹¹.

El problema se presenta en todos aquellos casos en que se abusa del recurso, aun de modo inorgánico y asistemático, al punto que ya no puede cumplir con su función económica²⁹². La crítica se refiere, en suma, a los sistemas en que el entrelazado de preferencias conforma un laberinto, aquél en que el acreedor ignora qué recoveco le es asignado y que termina por neurotizarse al más diestro de los administradores concursales²⁹³. Lo que ha ocurrido con frecuencia es que el legislador, en diferentes

²⁹⁰ Vid. Antonio GULLÓN BALLESTEROS (1962): *La Prelación de Créditos en el Código Civil*, Barcelona, Bosch, pp. 16 -17.

²⁹¹ DEL VECCHIO, 1994, p. 5.

²⁹² Para ello, basta leer el apartado quinto de la Exposición de Motivos de la LC, al expresar que “Se considera que el principio de igualdad de tratamiento de los acreedores ha de constituir la regla general del concurso, y que sus excepciones han de ser muy contadas y siempre justificadas”. Problema éste que traspasa fronteras y que ya había sido puesto de manifiesto en el Derecho alemán previo a la reforma de 1994, dando cuenta que hasta el 75% de los procedimientos concursales ni siquiera lograba abrirse habida cuenta la hipertrofia del sistema de preferencias. Con motivo de lo anterior, agrega Karsten SCHMIDT (2002): “Fundamentos del nuevo Derecho concursal alemán”, en AA.VV., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerro), Dilex, Madrid, p. 27, se suprimieron todos los privilegios legales en sede concursal.

²⁹³ Felizmente, los problemas derivados de la frondosidad de los privilegios en el sistema español previo a la LC (aunque no resistimos la tentación de declarar que, aún después de la poda realizada por ésta, siguen asombrando en su número) no se han presentado con fuerza en el ordenamiento jurídico chileno. Podemos decir, a este respecto, que el legislador chileno ha sido bastante mezquino en el otorgamiento de un “mejor trato” a determinados créditos, manteniendo un sistema que ha sido objeto de escasas modificaciones en el del Título XLI del Libro IV del CCCh.

A este respecto, y sólo para ilustrar a grandes rasgos cómo se estructura el sistema chileno, vale señalar que las normas de prelación de créditos clasifican a éstos en cinco categorías, jerarquizadas tanto al interior de las mismas como en su relación con las demás.

La *primera categoría* de créditos se contempla en el artículo 2.472 CCCh, a modo de privilegios generales, que priman en su cobro sobre todo otro crédito. Se incluyen en su enumeración, entre otros, las costas judiciales que se causen en interés de todos los acreedores, las expensas funerarias del deudor difunto, los gastos de enfermedad del deudor, los gastos generales de la quiebra, las remuneraciones, cotizaciones previsionales e indemnizaciones de los trabajadores, los impuestos de retención y recargo, etc.

La *segunda categoría* incluye a los créditos garantizados con prenda, como asimismo de los créditos constituidos a favor del acarreador (transportista) y del posadero. Se trata de privilegios especiales y que prefieren a los créditos de cuarta y quinta clase. La *tercera categoría* incluye a los créditos garantizados con hipoteca. Nuevamente se trata de una preferencia especial, que prima ante los créditos de cuarta y quinta clase. Dado que ambos supuestos son caracterizados como preferencias especiales, en el exceso del valor de realización de los bienes afectados, serán considerados como acreedores comunes de la quinta clase.

tiempos y con variados propósitos, ha estimado meritoria la preferencia de una determinada clase de créditos, pero se fatiga en la revisión de lo existente y olvida la necesidad de un sistema coherente²⁹⁴.

Es por ello que la “drástica poda” expresada por la LC no les hace desaparecer completamente del campo de la concurrencia de créditos, sino que la rescata de un caos legislativo que ofrecía poca seguridad jurídica a los operadores económicos. Y se rescata precisamente porque la técnica de la preferencia tiene un valor innegable en la conformación del modelo en cuanto propicia el abaratamiento de ciertos créditos o responde a una necesidad social que amerita un mejor trato concursal. Por ello, decíamos al tratar de la *par condicio creditorum*, tanto la solución de proporcionalidad como la de graduación deben responder a una lógica económica (*supra*, Capítulo II, 2.3).

La justificación de la regla de proporcionalidad ya está dicha: la mayor distribución posible del riesgo entre el cuerpo de acreedores, la simpleza y economía de la solución, la disminución de los costes de transacción, etc.²⁹⁵ En el caso de las reglas de graduación, articuladas mediante las técnicas de las preferencias y subordinaciones legales, el legislador debe dar cuenta de las razones que le han llevado a beneficiar o posponer el pago de un determinado crédito, fundamento que necesariamente debe encontrarse en su causa. En el caso de las preferencias, tales razones deben considerar el impacto en el resto de los créditos – principalmente, los ordinarios –, mientras que en los supuestos de subordinación legal, tales justificaciones deben ser explicadas sabiendo de antemano que tal condición – en definitiva – hará que sólo puedan ser pagados “por milagro de la buena fortuna”²⁹⁶. Las razones pueden ser todas diferentes, de muy distinta índole, pero deben existir a modo de no tratarse de una decisión arbitraria que puede destruir una determinada actividad o forma de financiación²⁹⁷.

La *cuarta clase* de créditos se articula como ciertos privilegios generales concedidos a quienes, por diversos motivos, han visto su patrimonio administrado por terceros, de tal suerte que se les concede una cierta ventaja en los créditos de restitución. Por su posición, sólo prefieren a los créditos comunes, e incluyen – entre otros – los créditos del Fisco contra los recaudadores y administradores de bienes fiscales, de las mujeres casadas en contra del marido administrador de la sociedad conyugal, de los hijos sujetos a patria potestad en contra de sus padres, de los pupilos en contra de sus tutores, etc.

Finalmente, la *quinta clase* comprende a todos los créditos no preferentes, es decir, a los créditos ordinarios o comunes, configurándose como una categoría plenamente residual. Es en esta última órbita – ya hemos dicho – en la que se ha reconocido el valor a la subordinación voluntaria de créditos.

²⁹⁴ ESTRADA, AC 4 (1997), p. 1.155.

²⁹⁵ BERMEJO, 2002, p. 479.

²⁹⁶ RINGWOOD, 1930, p. 189.

²⁹⁷ SASTRE, 2004, pp. 1.130 y 1.131, y GUILARTE, 2004, p. 2.029.

En el caso de la subordinación voluntaria – que es el que propiamente nos interesa – la justificación también está servida: la búsqueda de un beneficio económico que compense de algún modo la decisión de posponerse. En la imagen que señaláramos al principio, se trata de la decisión que pudo haber tomado el otro de los hermanos que, al ver volver al de trato privilegiado, da todo de sí para celebrarle, pero – ya en la lógica económica – no por meras afecciones, sino por la certeza que su actitud será convenientemente compensada.

Sin embargo, la racionalidad de todo sistema de coordinación debe respetar el hecho de que la regla de proporcionalidad debe fijarse como regla general, dados los mayores beneficios económicos que plantea para la colectividad. Las preferencias del crédito deben ser un recurso excepcional, de *ultima ratio*, dado que, en términos económicos, supone que los acreedores no beneficiados por la misma terminan contribuyendo al pago de tales créditos preferentes en detrimento del crédito propio²⁹⁸. En este sentido, los créditos protegidos mediante la técnica de la preferencia deben ser continuamente revisados, a modo de dar cuenta si es ésta la mejor solución para su tutela²⁹⁹. De hecho, uno de los elementos que debe valorarse en la búsqueda de la legitimidad de la discriminación, so pena de caer en la infracción de la “igualdad en la ley”, es precisamente el contexto histórico que motiva la diferencia, contexto que obviamente puede variar de un tiempo a otro³⁰⁰.

Esta excepcionalidad, en todo caso, es igualmente reclamable respecto a todas las formas de coordinación que no sean la regla de proporcionalidad, lo que incluye a los supuestos de subordinación legal. En todas ellas hay una alteración de los propósitos económicos de esta última que deben ser sometidos a constante revisión, para no producir ineficiencias o distorsiones del sistema³⁰¹. Si se abusara del recurso – al igual como ha ocurrido con el tema de las preferencias – resultaría nuevamente una oscura telaraña que, en definitiva, no lograría beneficiar a nadie.

Los dos extremos, sea el uso excesivo o el aborrecimiento a la figura de las preferencias, son igualmente perniciosos al tiempo de construir un sistema de concurrencia y prelación de créditos. El primero de ellos porque rompe la lógica

²⁹⁸ LLEBOT, 2000, p. 112.

²⁹⁹ Muy interesante es el ejemplo que plantea CORDERO, 1995, p. 19, al señalar que el nacimiento del privilegio del crédito refaccionario proviene históricamente de la decisión de Marco Aurelio a propósito de la necesidad de la reconstrucción de la ciudad de Roma tras el desborde del río Tíber. No citamos este ejemplo con la intención de desvirtuar las ventajas del otorgamiento ni la lógica de esta preferencia, sino para recalcar que esta técnica muchas veces nace de una necesidad ocasional, pero que merece una continua ponderación para evitar el abuso y la descoordinación.

³⁰⁰ MARTÍNEZ TAPIA, 2000, p. 19.

³⁰¹ El Informe Cork de 1982, fruto de la comisión nombrada para la reforma del Derecho concursal inglés, ya señalaba que la legislación de insolvencia no es una ciencia exacta, de modo que no es posible diseñar un sistema regulatorio que sea válido para todos los tiempos.

económica del sistema, haciendo soportar a los acreedores ordinarios el pago de toda suerte de créditos. En la actualidad, la desestimación de las preferencias puede acarrear el encarecimiento de ciertos créditos, o, al menos, el aumento del número de garantías reales exigidas para su otorgamiento. Esto último no es necesariamente ineficiente, dependiendo del crédito al cual acceden, pero en todo caso aumentan los costes de transacción y consiguen igual resultado: la preferencia respecto al acreedor ordinario otorgada, en este caso, en razón de la garantía real.

Por ello, siguiendo las explicaciones planteadas por CORDERO, “el privilegio deberá ser disfrutado por los acreedores que no estén en condiciones de disponer de otro medio de evitación del riesgo de insuficiencia patrimonial de su deudor”³⁰². Aunque volveremos a este tema en las páginas siguientes, creemos necesario añadir que, a nuestro juicio, este solo hecho no amerita el trato preferente, sino que además es necesario evaluar el efecto económico de tal concesión respecto a los demás acreedores que experimenten igual riesgo. Son muchos los créditos que se encuentran en esta condición (por ejemplo, los créditos nacidos de la responsabilidad extracontractual, que conforme a tal lógica es configurado por el artículo 84 LC como un crédito contra la masa), pero sólo existen algunos en los que una correcta valoración del interés público o necesidad económica justifica la concesión del privilegio. En todo caso, ya se ha dicho con el ejemplo del crédito refaccionario, tal valoración debe ser frecuentemente revisada, dado que los intereses públicos y las necesidades económicas son esencialmente variables.

3.2.3. Elementos para la construcción de un concepto de preferencia crediticia

Ya hemos dicho que el obstáculo que el concepto de preferencias ofrece a las subordinaciones voluntarias está dado por una supuesta infracción al principio de legalidad. Sin embargo, esta afirmación supone reconocer cuándo estamos ante una preferencia, y, en particular, entender la función económica que a ellas corresponde en el marco de un sistema de coordinación de créditos.

Para resolver lo anterior, dirigiremos nuestra atención a resolver el contenido jurídico y a la justificación económica de la tutela preferencial, para luego revisar los fundamentos del principio de legalidad que le informa. Lo anterior sin intención de estudiar en detalle esta figura, sino a efectos de entender que los casos de subordinación no responden a la idea de preferencia, de manera que no debe restringirse su posibilidad recurriendo al expediente del *numerus clausus* de tipos preferenciales.

Preliminarmente, debemos distinguir el concepto técnico de “preferencia” con el de “privilegio”. El artículo 2.470 CCCh se aferra a esta distinción, entendiendo que el privilegio no es sino una especie que, conjuntamente con la hipoteca, conforma la

³⁰² CORDERO, 1995, p 58.

tutela preferencial del crédito. No ha ocurrido originalmente lo mismo en el ordenamiento jurídico español. El CC hace continuas referencias en su Título XVII (“De la concurrencia y prelación de créditos”) a la utilización de la expresión “preferencia”, en desmedro de la palabra “privilegio”, de manera que toda distinción entre ambos conceptos parece más bien doctrinal³⁰³. El silencio respecto a la palabra “privilegio” parece obedecer más bien a una reticencia de tipo político, en tanto en ésta se encerrarían términos contrarios a los ideales de igualdad preponderantes a la época de promulgación de los códigos decimonónicos³⁰⁴. No obstante, el legislador concursal renueva el concepto de “privilegio” - para lo que basta leer primeramente el artículo 89, y luego, entre otros, los artículos 90, 91, 123, 155 y 156 LC. Con ello denota que la repulsión conceptual parece superada, al parecer, porque la “drástica poda” a la que la categoría fue sometida sólo habría dejado algún trazo de tratamiento excepcional en tanto ha existido una causa legítima de distinción.

El concepto de “preferencia” funciona entonces como género de los créditos privilegiados y de aquéllos garantizados con prenda o hipoteca. El criterio de clasificación se ha ubicado en aspectos tales como el papel que desempeña la ley en su reconocimiento (mediatez o inmediatez), la configuración o no de un derecho real como justificación, entre otros. Sin embargo, y como expone claramente ESTRADA, la clasificación, si bien tiene una utilidad dogmática - especialmente al analizar el campo de actuación de la autonomía privada -, no parece tener relevancia práctica. Cómo el citado autor nos indica, ¿qué más le dará al acreedor hipotecario y pignoraticio, no ser considerado como privilegiado, si va a cobrar de forma preferente?³⁰⁵

Pero hay un punto que creemos vale la pena advertir. En el privilegio, la justificación de la preferencia se encuentra en una cualidad del crédito, de manera que para estar favorecido debe ajustarse a la angosta tipología legal. En cambio, en las garantías reales, la razón de la preferencia es más bien económica, de modo que el cumplimiento de ciertas formalidades provoca el resultado favorable con independencia del origen, causa o cualquier otra circunstancia del crédito. Y destacamos este punto porque en esto coincide con la lógica de la subordinación. En ésta, el carácter de crédito pospuesto puede ser resultado ya sea de una calificación legal, que nuevamente se refiere a una cualidad previamente determinada del crédito,

³⁰³ GULLÓN, 1962, p.18.

³⁰⁴ Para ESTRADA, AC 4 (1997), p. 1.150, el CC “echa por tierra (porque ni siquiera contiene un artículo como el 2095 del Code francés), la institución tradicional del privilegio y lo echa por tierra porque la palabra privilegio desaparece para confundirse con el término preferencia. De la lectura de los arts. 1922 a 1929 puede concluirse que nuestro legislador no pretende establecer privilegios (en el sentido dogmático y tradicional del término), sino establecer preferencias... Por tal motivo, en la clasificación de las prelacións, no duda en introducir en el mismo saco, con el orden que el legislador ha querido, los constituidos voluntariamente (hipotecarios y pignoraticios), junto con los de origen legal, los de naturaleza personal, con los de eficacia real.”

³⁰⁵ ESTRADA, AC 4 (1997), p. 1.149.

ya sea de una decisión voluntaria que han tomado los particulares sin requerirse una determinada caracterización especial del crédito.

Ahora bien, cabe advertir que una gran parte de los ordenamientos jurídicos (considerando que en dicho listado se incluye España y Chile) han obviado el otorgamiento de una definición sobre la materia, dejando el trabajo delimitativo a la doctrina y jurisprudencia³⁰⁶. El Código Napoleónico y el *Código Civile* italiano de 1865, en cambio, de gran influencia no sólo en la codificación, sino también en la interpretación de las legislaciones de base continental, se aventuraron a conceptualizar el “privilegio” (no así la “preferencia”, a la que se alude sólo en su carácter de género), siguiendo más o menos las mismas ideas centrales³⁰⁷.

Estas ideas se plasman en la doctrina, que acentúan ciertos elementos destacables del privilegio, como es su fuente legal, la referencia a la cualidad del crédito y su efecto de satisfacción preferente³⁰⁸. COLIN y CAPITANT lo califican como un favor concedido por la ley, en consideración a la calidad del crédito y no a la de la persona del acreedor, sobre todos los bienes del deudor o algunos de ellos, y en cuya virtud estos créditos se pagarán antes que todos los demás con el precio de los bienes designados por la ley³⁰⁹. Pero hemos visto que la referencia del privilegio a la cualidad del crédito no es igualmente predicable a las garantías reales, de manera que el género de los créditos preferentes debe omitir su alusión y satisfacerse en su origen legal y en su efecto de pago prioritario en caso de conflicto de intereses entre los acreedores.

En atención a ello, GARRIDO lo define como el “derecho de preferencia que el ordenamiento jurídico reconoce a un acreedor y gracias al cual su crédito es preferido a otros en la distribución del producto de la ejecución de los bienes del deudor

³⁰⁶ Ello sin perjuicio que el artículo 1.923 del Proyecto de Código Civil español de 1851 precisaba que el privilegio es “*el derecho que concede la Ley a un acreedor para ser pagado con preferencia a otros acreedores, siendo generales sobre todos los bienes del deudor, o especiales sobre los bienes expresamente determinados por la Ley.*” Sobre este artículo, FRANCISCO GARCÍA GOYENA (1852): *Concordancias, Motivos y Comentarios del Código Civil Español*, T. IV, (reproducción de los facsímiles impresos por Imprenta de la Sociedad Tipográfico Editorial, Madrid, en el año 1973), Base, Barcelona, p. 277, comentaba “*Que concede la ley; por la calidad favorable del crédito, como acabo de decir, no por consideración a la persona del acreedor. Todo privilegio es una exorbitancia del derecho común: así, pues, no puede proceder sino de la ley: el simple convenio de los particulares no bastaría a darlo.*”

³⁰⁷ El artículo 2.095 del Código Civil francés definía al privilegio como un derecho que por la cualidad del crédito otorga a un acreedor de ser preferido a otros acreedores, aún los hipotecarios. Por su parte, el artículo 1.952 del Código Civil italiano de 1865 lo definía como un derecho de prelación que la ley acuerda en relación a la causa del crédito.

³⁰⁸ DEL VECCHIO, 1994, p.8.

³⁰⁹ Ambroise COLIN y Henry CAPITANT (1925): *Curso Elemental de Derecho Civil*, T. V, (traducc. de la “RGLJ”, con notas sobre el Derecho Civil español por Demófilo de Buen, de la última edición francesa), Reus, Madrid, p. 135.

común”³¹⁰. En suma, el punto central es la comprensión de la preferencia como efecto: el titular de un crédito caracterizado como preferente tendrá un derecho prioritario dentro de la escala que supone la prelación de créditos, obteniendo un mejor derecho para la satisfacción de su crédito. Lo importante es que, ya sea tratándose de un privilegio o de una garantía real, el efecto de la preferencia proviene exclusivamente de la ley, dando pie al citado “principio de legalidad”³¹¹. Aún en estos últimos casos, no es el deudor quien ha conferido al acreedor una mejor posición en el pago de sus créditos, puesto que tal posibilidad escapa de sus facultades. A lo sumo podrá indicarse que las partes han conferido el carácter preferente a su crédito en tanto se han ajustado a la calidad de “crédito preferente” que el legislador ha concedido al acreedor garantizado.

Y en esto sí hay una diferencia con la subordinación. En los supuestos de subordinación legal, la calificación como “crédito subordinado” ha sido el resultado de una valoración que ha correspondido únicamente al legislador. Pero, en los casos de subordinación voluntaria no es el ordenamiento el que provoca la pérdida del lugar asignado, sino exclusivamente la voluntad del particular que así lo ha decidido. Y se trata este elemento el que ha configurado las objeciones a la admisión de la subordinación voluntaria, por cuanto el origen legal de las preferencias supone, además, su excepcionalidad y su interpretación restrictiva³¹².

3.2.4. Justificación económica de las preferencias del crédito: nuevamente el mito de la igualdad de los acreedores

Ya hemos dejado entrever nuestra posición respecto a la justificación global de las diversas formas de coordinación de créditos. En todas ellas se esconde una cierta racionalidad económica, que no se satisface por un enunciado meramente jurídico. Es cierto que el objetivo central del Derecho es el otorgamiento de soluciones justas, pero la justicia debe ser orientada por los resultados que se pretenden conseguir. Señalar lo que es justo en el reparto del disminuido activo del deudor común tiene demasiadas soluciones como para abogar por la justicia intrínseca de alguna de ellas. Lo aparente es que lo justo es el igual trato, manifestado bajo la fórmula del reparto proporcional.

³¹⁰ GARRIDO, 2000, pp. 77 y 78.

³¹¹ En contra, LLEBOT, 2000, pp. 101 y 102, para quien la diferencia fundamental entre el derecho de preferencia del acreedor garantizado y el del acreedor privilegiado reside en su origen: mientras el primero tiene un origen negocial, el segundo debe su existencia directamente a la ley que los confiere. Nos parece esta una aproximación discutible por cuanto el acreedor garantizado, cumpliendo con los requisitos previstos por el ordenamiento (entre los cuales se encuentra la celebración del negocio jurídico de garantía correspondiente), recibe la preferencia de fuente legal.

³¹² Así se destaca, entre otras, en STS (Sala Civil, sección 1ª) 21 de enero de 2009 (RJ 2009\399); SAP de Cantabria (sección 3ª) 4 de octubre de 2006 (AC 2006\1823); SAP de A Coruña (sección 4ª) 10 de mayo de 2007 (AC 2007\1651); y SAP de Badajoz (sección 3ª) 6 de octubre de 2006 (AC 2006\1862).

Pero, a nuestro juicio, ello parte de una base equivocada: suponer que todos los créditos son cualitativamente idénticos³¹³.

Los créditos han nacido de circunstancias completamente diferentes: algunos del acuerdo consciente y meditado del acreedor, resultado de extensas y detalladas negociaciones con el deudor, en que se ha tenido en consideración – por supuesto – el riesgo de incumplimiento; pero hay otros que han nacido del acaso, del que, caminando por la vida, resultó en acreedor por efecto de la negligencia de otro (que incluso recibe el trato de un crédito contra la masa en el artículo 84 LC). Hay créditos, por su parte, en los que el acreedor ha decidido satisfacer todos los costes de transacción asociados a su debida protección (por ejemplo, la constitución, perfeccionamiento y ejecución de ciertas garantías), mientras hay otros que – alerta del riesgo de incumplimiento – han preferido no incurrir en dichos costos a la espera de una mayor retribución. Hay tantas circunstancias a considerar como las que se deseen descubrir.

El reparto proporcional es evidentemente una opción, pero es de aquéllas que han dejado de lado todo intento de clasificación en atención a que no parecen haber elementos que justifiquen alguna suerte de discriminación. Pero esta opción merece un cuestionamiento en el caso que se detecte la existencia de algún factor que haga necesario, conveniente o – incluso – justo, que el ordenamiento conceda una respuesta diferente. No son pocos los casos en los que el sistema debe proceder de este modo, so pena de no lograr soluciones adecuadas para la resolución de los diversos conflictos de intereses que la realidad plantea. Por ello, las distinciones son tan habituales en el campo del Derecho. Por ejemplo, la cuestión de si ambos padres merecen igual derecho de cuidado del hijo, o si este es preferentemente asignado individualmente a la madre o al padre; la cuestión de si un menor de edad debe ser condenado o no por cometer un delito; la cuestión de si se debe conceder o no derecho a voto al extranjero, sólo por citar algunas discusiones, reposan sobre una decisión jurídica. La consideración del sexo, la edad o la nacionalidad son elementos que pueden (o no) justificar un trato diferenciado, pero la respuesta dependerá de las ponderaciones que efectúe el legislador en cada caso y en cada época.

Las reglas de graduación (en este caso, de preferencia) deben tratarse como un modo de coordinar intereses en el que el legislador ha optado por conceder relevancia jurídica a algún elemento de la configuración del crédito. Pero no basta – en técnica

³¹³ Por ello siempre es importante volver a la idea de ARISTÓTELES (384 – 322 a.c.): *Política*, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid, p. 83, sobre la igualdad: “Parece que la igualdad es lo justo, lo es, pero no para todos sino para los iguales; y lo desigual parece que es justo, y ciertamente lo es, pero no para todos, sino para los desiguales.”

constitucional – con valorar la razón de ser de la preferencia, sino además someter a juicio la “razonabilidad de la causa alegada para justificar las diferencias de trato”³¹⁴.

Inserto en la idea de la tutela preferencial, no basta con señalar que un crédito debe tener un mejor derecho de pago en razón de una determinada característica diferenciadora, sino que tal preferencia se ajusta a la finalidad económica que se pretende alcanzar. Ya hemos advertido que, en el caso de los créditos privilegiados, la característica diferenciadora se refiere naturalmente a su causa, y a partir de ella se construye la finalidad económica que justifica el mayor mérito al crédito preferente³¹⁵.

Por su parte, la preferencia también debe ser un medio razonable para conseguir la señalada finalidad³¹⁶. Este “juicio de razonabilidad” debe necesariamente considerar el efecto que la diferenciación significa para los acreedores inferiores, de manera tal que su contribución a la satisfacción del crédito preferente sea un sacrificio que razonablemente se les puede exigir para lograr la protección de este último.

Una vez superados estos filtros, se legitimará la concesión de un trato diferente, que, en este caso, consiste en un mejor derecho al pago de su crédito al contraponerlo a todos los demás que no presenten igual elemento. Podría decirse que la magia de la *par condicio creditorum* ha desaparecido en tanto el ordenamiento jurídico ha permitido expresamente una “desigualdad”, una “discriminación aceptable”³¹⁷.

El juicio a las preferencias crediticias puede llevarse a cabo de dos modos diferentes: sea acudiendo a la idea de “igualdad formal” o a la de “igualdad material”. Evidentemente el primer criterio ha de ser desechado puesto que el propio concepto de preferencia desarticula la idea de idéntico trato. Entonces, y a efectos de justificar el establecimiento de las preferencias crediticias, se señala que la idea de igualdad no es una paridad absoluta, sino que se relativiza en términos de “igualdad entre iguales”, esto es, entre supuestos que se encuentren en idénticas condiciones³¹⁸. El silogismo, sin embargo, tiene difícil solución, ya que el concepto mismo de igualdad supone la necesidad de determinar previamente en qué son iguales los extremos en consideración (y en que difieren), para asignar un tratamiento diferenciado a uno u otro³¹⁹.

³¹⁴ Miguel RODRÍGUEZ-PIÑERO y María Fernanda FERNÁNDEZ LÓPEZ (1986): *Igualdad y Discriminación*, Tecnos, Madrid, p. 54.

³¹⁵ PATTI, 2003, p.31, y DISABATO, 2008, p. 32.

³¹⁶ TARZIA, *RDPProc LX* (2005), p. 10.

³¹⁷ En el Derecho norteamericano, si bien se ha propagado la fórmula que señala que la igualdad es equidad (“*equality is equity*”) en el contexto de la concurrencia de acreedores, lo cierto es que esa fórmula no ha primado en el reconocimiento de las preferencias del crédito por parte de la legislación concursal Vid. Thomas H. JACKSON y Anthony T. KRONMAN (1979): “Secured financing and priorities among creditors”, *Y.L.J.*, Vol. 88, No. 6, p. 1.147.

³¹⁸ VEIGA, 2004, p. 23.

³¹⁹ RODRÍGUEZ-PIÑERO / FERNÁNDEZ, 1986, 46.

Lo que ocurre, creemos, es que la señalada conceptualización de la igualdad añade un criterio de justicia material, llegando a confundir ambos aspectos en una sola enunciación³²⁰. Lo igual, entonces, es que todos los acreedores que se encuentren en una igual condición sean tratados de la misma manera, pero el problema será siempre determinar quiénes son los acreedores que se encuentran en idéntica situación. La elección racional de un criterio de diferenciación supone, en términos generales, un doble juicio de valor: (i) uno relativo a la elección del elemento relevante que amerita una distinción; y (ii) otro relativo a la asignación de un efecto jurídico diferente sobre la base de dicha distinción. Al decir de MARTÍNEZ TAPIA, “el principio de igualdad se traduce, por tanto, en una exigencia de fundamentación racional de esos juicios de valor que son inexcusables a la hora de conectar a un supuesto de hecho una consecuencia jurídica”³²¹. Por eso hemos señalado que la tendencia a ver la regla de distribución proporcional como la única solución justa e igualitaria ha asumido previamente la necesidad de tratar de igual modo a quienes, en esencia, son diferentes.

En definitiva, para el examen de las preferencias crediticias sólo nos queda por revisar la lógica del elemento considerado por el legislador para la diferenciación. Los criterios de justicia y eficiencia, ya no únicamente el de igualdad, son los que nos permitirán juzgar: (i) si los elementos considerados para discriminar un determinado crédito son lo suficientemente contundentes como para justificar la diferenciación³²²; (ii) si existe una finalidad legítima a ser conseguida por medio de la diferenciación y otorgamiento de la preferencia³²³; y (iii) si el otorgamiento de la preferencia es el medio

³²⁰ Para LARENZ, 1985, p.50, la idea de *justicia igualitaria*, que supone el igual trato de quienes se encuentran en una misma situación, ni siquiera es suficiente para analizar la verdadera justicia de la norma, para lo cual debe referirse al concepto de *justicia objetual*, “que reclama una regulación adecuada al caso, es decir, apropiada para la relación vital que se regula.” Por su parte, Luis PRIETO SANCHÍS (1998): *Ley, Principios, Derechos*, Dykinson, Madrid pp. 84 y ss., cree que la constatación de la igualdad jurídica requiere de un juicio valorativo. En este sentido, la proposición de determinar los elementos que pueden tomarse en cuenta para la discriminación (igual en lo igual, y desigual en lo desigual) resulta de una valoración acerca de aquellos elementos diferenciadores que verdaderamente reclaman un tratamiento jurídico diverso. Ello implica, en palabras del citado autor, que los rasgos diferenciadores deben ser al mismo tiempo “*criterio de la clasificación normativa, y el fundamento de la consecuencia jurídica...*”. De lo anterior resulta que tanto el tratamiento igualitario como el diferenciador deben estar igualmente justificados por la razonabilidad de haber considerado o no el rasgo diferenciador como meritorio o no de una diferente consecuencia jurídica.

³²¹ MARTÍNEZ TAPIA, 2000, p. 21.

³²² Así, la STC 75/1983, de 3 de agosto, expresó que “Sólo le resulta posible al legislador, en adecuada opción legislativa, establecer para los ciudadanos un trato diferenciado cuando tenga que resolver situaciones diferenciadas fácticamente con mayor o suficiente intensidad que requieren en su solución por su mismo contenido una decisión distinta...”.

³²³ Respecto a la necesaria justificación de la discriminación, la STC 22/1981, de 2 de julio, expresó que “no prohíbe toda diferencia de trato en el ejercicio de los derechos y libertades; la igualdades sólo violada si la desigualdad está desprovista de una justificación objetiva y razonable, y

más razonable y proporcional para lograr la finalidad propuesta³²⁴. Así, superados estos controles, la preferencia puede resultar tanto o más justa que la regla de la distribución proporcional, siempre que, en su configuración, se sigan criterios objetivos a efectos de su delimitación³²⁵.

Pero aún en la actualidad, la tutela preferencial del crédito queda en entredicho por el poder expansivo de la *par condicio creditorum*. Volvemos a la idea de la sospecha y envidia del hermano menor. En atención a ello, el privilegio es algo a ser evitado en tanto se aleja del ideal que el principio de igualdad representa, y conforme a ello es que sólo se admitirá en el campo excepcional de acción que le reconoce el propio legislador. Este, como garante de tal principio, se reserva exclusivamente la separación del camino trazado por él mismo, para casos que estime meritorios, aunque no tenga la obligación de dar cuenta de tal justificación³²⁶.

Creemos que la configuración del criterio de preferencia así entendido tiende a estar teñido de una solapada crítica a su existencia³²⁷. La preferencia, en consecuencia, se mira con desprecio, y se acepta sin demasiado entusiasmo sólo en tanto la justificación resulte evidente para todos los actores. El acreedor preferente expresará satisfacción por sus ventajas, aunque no entienda las razones que incluso pueden ser tan remotas que hayan sido olvidadas. El acreedor ordinario, por su parte, verá siempre con malos ojos al preferente, en cuanto entiende que su posición le despoja de sus posibilidades de cobro y, en consecuencia, del valor relativo de su crédito.

A este respecto, creemos que la preferencia no tiene por que analizarse bajo el criterio de injusticia, siempre que entendamos, siguiendo en ese particular la tesis de BERMEJO, que en la configuración del sistema concursal no debe efectuarse un mero

la existencia de dicha justificación debe apreciarse en relación a la finalidad y efectos de la medida considerada..." Por su parte, la STC 49/1982, de 14 de julio, consideró que "Significa que a los supuestos de hecho iguales deben serles aplicadas unas consecuencias jurídicas que sean iguales también y que para introducir diferencias entre los supuestos de hecho tiene que existir una suficiente justificación de tal diferencia, que aparezca al mismo tiempo como fundada y razonable, de acuerdo con criterios y juicios de valor generalmente aceptados".

³²⁴ La STC 308/1994, de 21 de noviembre, agregó que "Tan contraria a la igualdad es, por tanto, la norma que diversifica por un mero voluntarismo selectivo como aquella otra que, atendiendo a la consecución de un fin legítimo, configura un supuesto de hecho, o las consecuencias jurídicas que se le imputan, en desproporción patente con aquel fin, o sin atención alguna a esa necesaria relación de proporcionalidad".

³²⁵ SCHLESINGER, *RDPProc* 50.2 (1995), pp. 329 y 330.

³²⁶ En contra la Corte Constitucional italiana, que, según PAJARDI, 1992, p. 43, ha exigido al legislador dar cuenta de la justificación ético-social que amerite el otorgamiento de un privilegio.

³²⁷ O, incluso, se le critica abierta y descarnadamente, como lo hiciera Ángel ROJO FERNÁNDEZ - RÍO (1982b): "Crisis de la empresa y procedimientos concursales", *AAMN*, No. 23, p. 277, abogando por suprimir todo privilegio en razón de carecer de justificación y no ser defendibles ni desde un punto de vista económico ni social, reduciendo las preferencias sólo a las garantías reales que gocen de la debida publicidad.

análisis cuantitativo del crédito - del cual se desprende generalmente la regla de proporcionalidad y la necesidad de la llamada comunidad de pérdidas-, sino también un análisis cualitativo que se basa en la diversa configuración del crédito sobre la base del riesgo aceptado por el acreedor al tiempo de su otorgamiento³²⁸.

Sin embargo, no creemos que sea el riesgo implícito el único punto a considerar en el trato diferenciado del crédito, esto es, el único elemento que admita una graduación. En este sentido, por ejemplo, no vemos diferencia de riesgo entre el acreedor que ha soportado los gastos de entierro del deudor difunto de quien le ha proporcionado alimentos en sus últimos días de vida. Una justificación para el trato privilegiado del primero se soportará en la necesidad de sanidad pública, del que carece el segundo. Otro ejemplo clarísimo está en el trato subordinado que el artículo 92.1 LC concede a los créditos comunicados tardíamente al concurso. En ello, hay un cierto acuerdo que las razones que impulsan al trato diferenciado (en este caso, subordinado) se refiere más bien a la necesidad de incentivar la diligencia de los acreedores en comunicar su participación en el concurso, sin entorpecer la marcha del procedimiento³²⁹.

Creemos que el planteamiento de BERMEJO tiene cierto atractivo, pero no contempla todas las posibilidades que concede la prelación de créditos. Coincidimos, no obstante, en que el criterio del riesgo implícito es preponderante en todo cuanto tiene relación con su aceptación o rechazo por parte de los acreedores. Un acreedor adverso al riesgo recurrirá a las garantías que le aseguren preferencia, mientras uno proclive al mismo podrá incluso desmejorar su posición con tal de obtener mayor retribución. En definitiva, en esta afirmación se justifica la posibilidad de actuación de la autonomía privada en el ámbito de la prelación de créditos.

Téngase presente lo siguiente: el acreedor ordinario siempre tiene (o al menos teóricamente siempre tiene) la posibilidad de beneficiar a su crédito con una causa de preferencia, en tanto se le permite acudir a los esquemas de las garantías reales³³⁰. Si no lo hace, es probablemente por una de las siguientes opciones:

³²⁸ BERMEJO, 2002, p. 25. También, Juan Pablo ROMÁN RODRÍGUEZ (2001b): "Los fines del Derecho concursal", en AA.VV., *Salvamento de las Empresas en Crisis*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 76.

³²⁹ Carmen ALONSO LEDESMA (2003): "Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación", en AA.VV., *Derecho Concursal. Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2002, para la Reforma Concursal* (dir. Rafael García Villaverde, A. Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), Dilex, Madrid, p. 390. Así también se ha pronunciado la jurisprudencia, como se expresa en SAP de A Coruña (sección 4ª) 24 de noviembre de 2006 (AC 2006\2296) y 12 de febrero de 2008 (AC 2008\840), y en SAP de Pontevedra (sección 1ª) 5 de junio de 2008 (JUR 2009\18408), calificándole esta última como una penalidad impuesta al acreedor que comunica intempestivamente sus créditos al concurso.

³³⁰ Como señala MILMAN, 1991, pp. 57 y 58, en la filosofía victoriana del *laissez faire*, cada acreedor tiene - en teoría - la libertad de estipular que su derecho esté protegido por una garantía ejecutable sobre los bienes del deudor. Este razonamiento, de manera invertida, continúa diciendo el

- (i) No desea hacerlo, dado que producto de su abstención, puede obtener mejores niveles de rentabilidad sobre la base del mayor riesgo asumido, siguiendo el clásico binomio económico del riesgo – rentabilidad, el cual también justifica la mayor retribución que espera obtenerse por medio de la subordinación voluntaria del crédito.
- (ii) No puede hacerlo, no por razones jurídicas, sino meramente económicas, dado que los costos de transacción de la garantía son desproporcionadamente altos en atención a la entidad del crédito (sea por su monto, duración u otras características) o dada su falta de poder ante el deudor a modo de exigir su constitución³³¹.
- (iii) No suele hacerlo, dado que el crédito no ha nacido del acuerdo de las partes, sino de otra de las fuentes de las obligaciones. En estos casos, el otorgamiento de la garantía sólo podría provenir de un acuerdo posterior de quienes han resultado en acreedor y deudor, lo que debe lidiar con los inconvenientes de entrar en negociaciones con quien muchas veces no se ha querido o no se desea negociar.

Si observamos correctamente el primer caso, el hecho que el acreedor haya deseado asumir voluntariamente un mayor nivel de riesgo no puede ser modificado por el legislador mediante un ideal de igualdad sin afectar las legítimas expectativas de cobro de quienes han procurado mayor seguridad mediante la constitución de garantías a su favor. En consecuencia, sería injusto que el legislador tratara con la misma vara una y otra situación, lo que, en definitiva implicaría la absoluta inutilidad de las garantías reales. Si se optara por desconocer el nivel de riesgos implícito en el crédito, se produce, según el caso, una revalorización del mismo (si se han aceptados riesgos mayores, como en el caso de la subordinación voluntaria) o su desvalorización (si, al contrario, se desconocen los intentos de los particulares de reducir los riesgos implícitos por la vía de la constitución de garantías reales o la adecuación a una figura privilegiada). El ordenamiento concursal no tiene por objeto establecer dichos criterios de valorización sino reconocerlos³³². De desconocerse dichas valoraciones implícitas en el ámbito del concurso, se produce un inevitable encarecimiento del crédito en tanto siempre serán mayores los riesgos a los que se expone el acreedor, salvo en el caso del crédito subordinado, el que, no obstante, al no poder cumplir su objetivo, desaparecería de la práctica comercial³³³.

autor, implica que el acreedor que no contrate tales garantías asume el riesgo de quedar entrampado en la insolvencia del deudor.

³³¹ CORDERO, 1995, pp. 58 y 59.

³³² SATTA, 1951, p. 5.

³³³ BERMEJO, 2002, p.51.

En cuanto al segundo y tercer caso, el tema del riesgo permanece igualmente implícito. Si el acreedor no puede optar por el mejoramiento de sus créditos por la vía ofrecida por el legislador, probablemente es debido a que se trata de créditos de menor connotación económica, no sólo en el sentido de su cuantía, sino principalmente en el nivel de riesgo asumido por el acreedor. No es idéntica la situación, por ejemplo, del financiador que hace entrega de sus recursos para permitir la operación de la empresa (el que generalmente requiere de garantías adicionales a las comunes para compensar los riesgos) al del acreedor incidental que no se compromete directamente con sus resultados. Nuevamente, el trato paritario de uno a otros resultaría injusto, y podría llevar, a la larga, a un desincentivo a involucrarse en empresas arriesgadas, cualquiera fuere el nivel de riesgo implícito.

Sin embargo, tanto en este último caso - especialmente para las situaciones en las que existe igualmente una vinculación al riesgo de la empresa, pero no existe fuerza para solicitar la constitución de preferencias-, como respecto de aquellos supuestos de créditos cuya fuente no es convencional, puede resultar meritorio indagar acerca de aquéllos casos en que, si bien las partes no han accedido al mecanismo de las garantías reales, el propio ordenamiento jurídico debe otorgar una respuesta similar mediante el establecimiento de los privilegios o, en su caso, mediante la configuración como créditos en contra de la masa. Ejemplo de ello se encuentra en los créditos de los trabajadores por sus remuneraciones³³⁴.

Por su parte, con el surgimiento de la figura de los créditos subordinados, sea legal o voluntariamente, puede indicarse un tanto similar: los casos de subordinación legal expuestos en diversos ordenamientos jurídicos (norteamericano, alemán, español) tienen como hilo conductor el hecho que se trata de créditos que, por diversos motivos, el legislador ha estimado que tienen un menor mérito para ser jurídicamente protegidos en caso de concurrencia. Las razones son variadas y van desde la falta de diligencia del deudor hasta la mala fe en que ha incurrido el acreedor en su configuración. Pero lo cierto es que, además de que por medio de la introducción de esta clase de posposición se provoca una excepción negativa a la regla de distribución proporcional, la racionalidad se encuentra nuevamente presente en dicha excepción, en este caso, sobre la base de la falta de méritos³³⁵. Considerada en este sentido, la introducción de la figura del crédito subordinado no tiene como necesario efecto el

³³⁴ CORDERO, 1995, pp. 60 y 61.

³³⁵ Sin embargo, cabe tener presente que José Antonio GARCÍA – CRUCES GONZÁLEZ (2008): “La clasificación de los créditos en los que un tercero disfrute de fianza prestada por una “persona especialmente relacionada con el concursado””, *RDBB*, No. 109, p. 15, sostiene que no existe una razón peyorativa que justifique la calificación subordinada de los créditos, en tanto no se trata ésta de la función que a esta categoría crediticia atribuye la LC. Por ello cabe matizar que la “falta de méritos” de la que tratamos no se refiere necesariamente a la conducta del acreedor (aunque puede serlo, como en los supuestos previstos en los artículos 92.6 y 92.7 LC), sino a los méritos que la LC asigna al propio crédito subordinado en comparación a los créditos ordinarios, considerando que son éstos últimos a los que se desea proteger mediante la técnica de la subordinación.

resurgimiento de la *par condicio creditorum*, sino un fortalecimiento del crédito ordinario³³⁶.

En el caso de la subordinación voluntaria, la cuestión no debe verse desde la perspectiva del mérito del crédito, sino de la intención de los particulares al tiempo de establecerla³³⁷. Desde la perspectiva del acreedor subordinado, sea que se pretenda una mayor remuneración - como en los denominados bonos de alto rendimiento o *high yield bonds* - o el incentivo al otorgamiento de crédito por parte del tercero beneficiario constituyendo una garantía indirecta de mejor derecho al pago - como en el caso de las subordinaciones particulares (figuras que trataremos en el Capítulo IV)-, el riesgo asumido es necesariamente mayor.

3.2.5. Sobre la lógica y extensión del principio de legalidad de las preferencias

Hemos señalado que nos interesa destacar el principio de legalidad en cuanto se trata éste del obstáculo señalado tradicionalmente para el reconocimiento de la subordinación voluntaria. A este respecto, debemos retroceder a la justificación económica del principio que aboga que toda preferencia debe estar establecida por ley.

Al momento de conceder el favor de la preferencia a un determinado crédito, el legislador debe tener en cuenta las consecuencias económicas de su decisión. Ello no sólo desde la perspectiva del beneficio otorgado a los titulares de los créditos preferentes, sino también respecto al efecto que implica para los acreedores ordinarios. Vale un simple ejemplo: una persona tiene una sola obligación, crédito que desde la perspectiva del acreedor tiene el carácter de privilegiado, por un monto equivalente a 1.000. Luego, obtiene recursos de un acreedor diferente, también por la suma de 1.000, pero éste crédito no goza de preferencia alguna, de manera que es ordinario. El mismo día en que recibe tales recursos, se abre el concurso del deudor en atención a que se estima insolvente. En tal evento, liquidados los bienes del deudor (pensando que sólo son los 1.000 recibidos o los efectos adquiridos en virtud de éstos), todos los fondos serán entregados al acreedor preferente en razón de la preferencia, de modo que, económicamente, el crédito ha sido pagado completamente por parte del acreedor ordinario.

Una solución como tal sólo puede ser dispuesta por el legislador, en cuanto impone al acreedor ordinario el soportar el pago preferente del tercero. De permitirse el establecimiento de preferencias convencionales, se privaría al crédito inferior de

³³⁶ GARRIDO, 2003, p. 227.

³³⁷ Sin embargo, Alfredo ÁVILA DE LA TORRE (2008): "La subordinación en el concurso de los créditos de las personas especialmente relacionadas", en AA.VV., *Il Trattamento Giuridico della Crisi d'Impresa. Profili di Diritto Concorsuale Italiano e Spagnolo a Confronto* (dir. Antonio Sarcina y José Antonio García – Cruces), Cacucci Editori, Bari, p. 159, opina que "Se entiende, aunque el legislador no lo diga expresamente, que en todos estos créditos subordinados concurre un minusvalor que es tenido en cuenta por la Ley..."

parte de su valor económico, sin que el acreedor titular del crédito inferior resulte satisfactoriamente compensado³³⁸.

Sin embargo, en los negocios de subordinación voluntaria encontramos una estructura diferente. En este caso, el acreedor ha decidido posponer su crédito, aceptando conscientemente la pérdida de su valor relativo, atendiendo a las motivaciones económicas que subyacen a tal decisión. En suma, a diferencia de lo que ocurre en el caso de las preferencias crediticias, en que la pérdida de valor relativo carece de contraprestación económica para el acreedor inferior, en la subordinación voluntaria ésta generalmente forma parte de la configuración del crédito subordinado, a menos que estemos en el campo de las meras liberalidades. De este modo, la razón de ser del principio de legalidad que rige el ámbito de la tutela preferencial no tiene sentido al referirnos a la subordinación voluntaria de créditos.

Hasta aquí la explicación económica. Ahora debemos preguntarnos si lo anterior puede ser reconocido en el marco de las reglas de prelación de créditos. Debemos partir de la idea que el reconocimiento de los créditos subordinados implica el establecimiento de una ventaja para los acreedores ordinarios. Así, bien podría indicarse que tales acreedores ordinarios, producto de la subordinación, se encontrarán en situación de “preferencia” (atípica) ante los acreedores pospuestos³³⁹.

Los elementos y características que generalmente se integran para la construcción del concepto de preferencia son la insuficiencia patrimonial, la pluralidad de acreedores y el mejor derecho al pago³⁴⁰. Al parecer, todos dichos elementos se presentan cuando apreciamos la relación entre el crédito ordinario y los créditos (legal o voluntariamente) subordinados. De este modo, es lógica la conclusión a la que llegó UGARTE, quien, previo al reconocimiento de la subordinación voluntaria en el ordenamiento jurídico chileno (Ley No. 20.190, de 5 de junio de 2007), sostuvo la nulidad de los acuerdos de subordinación, en razón de que se estaría “creando

³³⁸ Solución a la que también sería posible llegar si acudimos a la idea del efecto relativo de los contratos. LACRUZ, 2007, p. 276, señala “si en un contrato se conviene entre las partes que el crédito que surge del mismo sea preferente a cualquier otro, esa declaración podrá tener valor entre los contratantes, si es que lo tiene, pero no frente a los demás acreedores, que es a quienes interesa o afecta ese pacto de preferencia, por lo que ellos, prescindiendo de tal estipulación, podrán hacer efectivos sus créditos en igualdad con el contratante.”

³³⁹ Así, DESIDERIO / ZAMBONI, 1983, p. 569; ALEMANY, 2004 (recurso electrónico); Carlos ROGEL VIDE (2006): “Cuestiones en torno a la concurrencia y prelación de créditos en la nueva Ley concursal española”, en AA.VV., *Libro Homenaje al profesor Manuel Amorós Guardiola*, Centro de Estudios, Madrid, p. 638; y José María GARRIDO (2006): “Cancelación de garantías de los créditos subordinados”, *ADC*, No. 8, p. 612.

³⁴⁰ GARRIDO, 2000, p. 41.

convencionalmente una preferencia a favor de la quinta clase, creando convencionalmente una sexta clase”³⁴¹.

Sin embargo, estimamos que la doctrina ha olvidado un elemento en la configuración del concepto de “preferencia”. Al hablar de un “crédito preferente”, debemos asumir la idea de que dicho crédito será pagado con preferencia a todos los acreedores inferiores que no se encuentren beneficiados por igual favor legal, sin distinciones ni referencias a un crédito específico.

A modo de ejemplificar lo anterior, téngase presente lo dispuesto en el artículo 1.213 CC, equivalente a aquella contenida en el inciso segundo del artículo 1.612 CCCh³⁴². El supuesto típico es el siguiente: el acreedor ha aceptado un pago parcial por parte de un tercero distinto de su deudor, produciéndose el efecto de la subrogación. De ello resulta que el deudor pasa a tener dos obligaciones, una respecto al acreedor original, y otra respecto al acreedor subrogado. Para el evento de conflicto entre ambos acreedores, el ordenamiento ha otorgado una “preferencia” al crédito original basado en el principio que nadie subroga en su contra (*nemo censetur subrogasse contra se*)³⁴³. Como señala CARRASCO, “... la preferencia de la que habla el art. 1.213 CC debe permitir al acreedor ejercitar una tercería de mejor derecho para cobrarse con preferencia con la cantidad resultante de la ejecución”, cita que debe complementarse con la nota al pie de página, que agrega “Si el acreedor concursal ha sido pagado parcialmente por el fiador, éste no podrá concurrir con aquél al reparto del dividendo, hasta que el primero haya sido reintegrado por entero; es decir, a efectos de cobrar en dinero de quiebra, el acreedor concurre por entero”³⁴⁴.

Nos interesa rescatar el señalado ejemplo en cuanto el mismo rompe con la idea que postulábamos respecto a que la preferencia otorga un mejor derecho respecto a todos los acreedores inferiores. En este caso, es evidente que se trata de una preferencia que sólo se ha establecido respecto a un determinado crédito, de lo que resulta su carácter relativo. Sin embargo, creemos esta cualidad implica que no estamos ante una verdadera preferencia, sino ante la subordinación del nuevo crédito respecto al original. En razón de ello es que ARNAU se ha visto forzada a reconocer que, si bien es

³⁴¹ UGARTE, 2005, p. 387. Ya nos comentaba ALEMANY, 2004 (recurso electrónico), que: “La doctrina mayoritaria ha cuestionado esta clase de negocios, incluso aproximándolos a los *negocios fraudulentos*, pues se lograría el resultado de la preferencia al margen de la graduación legal de créditos y de los recursos típicos disponibles en el ordenamiento.”

³⁴² El artículo 1.612 CCCh dispone que: “Si el acreedor ha sido solamente pagado en parte, podrá ejercer sus derechos, relativamente a lo que se le reste debiendo, con preferencia al que sólo ha pagado una parte del crédito.”

³⁴³ Vid. José FERNÁNDEZ VILLA (1999): *El Pago con Subrogación: Revisión del Artículo 1.212 del Código Civil Español*, Comares, Granada, pp. 503 y 504. En virtud de dicho principio, agrega el autor, el primer acreedor no puede quedar en peores condiciones en virtud de haber aceptado un pago parcial, cuestión que si ocurre – y de ahí una diferencia – con la cesión parcial del crédito.

³⁴⁴ CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, p. 381.

posible comprender el efecto descrito en el artículo 1.213 CC como un privilegio, éste es un privilegio *sui generis* precisamente habida cuenta de su relatividad³⁴⁵.

E incluso, en atención a dicha relatividad, es que la mejor doctrina ha estimado que las partes pueden modificar la citada regla, sea mediante la renuncia que de ella efectúa el acreedor original, o sea estableciendo que el nuevo acreedor es quien se pague con anterioridad. Al efecto, PLANIOL y RIPERT declaran que "... es válida toda convención distinta o aun inversa. En la práctica se encuentra frecuentemente, en particular cuando el subrogado paga voluntariamente sin ser un deudor personalmente obligado como fiador, ni un tercero poseedor de un inmueble a quien el acreedor pudiera obligar a pagar. Cuando el pago es ofrecido espontáneamente al acreedor, el subrogado impone la ley del contrato; dicta sus condiciones y estipula generalmente, no ya que habría de concurrir con el subrogante, sino que será preferido a él. En este caso un pacto especial desplaza la presunción de voluntad establecida por el art. 1252..."³⁴⁶

Esta referencia nos parece crucial dado que no sólo se reconoce la renuncia de la preferencia concedida al acreedor primitivo, sino también que las partes establezcan una "preferencia convencional" del nuevo crédito sobre el original. Pero no creemos que los citados autores hayan admitido una contravención al principio de legalidad, sino que han comprendido que la citada norma no contiene propiamente un privilegio, dada su relatividad, sino una regla de subordinación que puede ser modificada por los particulares en tanto sólo afecta sus intereses. La subordinación voluntaria responde a igual criterio.

³⁴⁵ Lidia ARNAU RAVENTÓS (2000): *Pago Parcial, Subrogación en el Crédito y Preferencia para el Cobro: el Artículo 1213 del Código Civil*, Cedecs, Barcelona, p. 264. En similar sentido, Tomás RUBIO GARRIDO (1997): *La Subrogación por Pago. Régimen Jurídico y Supuestos Prácticos de Aplicación*, McGraw Hill, Madrid, p. 151 señala que "se suele expresar esto diciendo que se trata de una mera preferencia inter partes, aunque mejor sería decir que estamos ante una preferencia de ámbito subjetivo limitado (pues solvens y accipens sólo son recíprocamente partes en la subrogación convencional)".

³⁴⁶ Marcel PLANIOL y Georges RIPERT (1945): *Tratado Práctico de Derecho Civil Francés*, T. VII, segunda parte (traducc. Mario Díaz Cruz, con la colaboración de Eduardo Le Riverend Brusone), Cultural, La Habana, p. 577. En similar sentido, CLARO SOLAR, 1979 (T. VI), p. 290, y GARCÍA GOYENA, 1852 (reproducción de 1973) (T.III), p. 143, quien alcanza a insinuar la posibilidad de una solución distinta en tanto señala que "*El acreedor primitivo: Non videtur cessisse contra se*, antes por el contrario se presume que se reserva el ser pagado primero, si no se expresa otra cosa..." Esta precisión es tomada en cuenta por GARRIDO, 1999, p. 155, admitiendo el amplio juego de la autonomía privada, y por DE REINA, 2002, p. 234, al indicar que, aún cuando no se incluya la fórmula del "salvo pacto en contrario" al tenor del artículo 1205 del *Codice*, no existirían razones para restringir el juego de la autonomía de la voluntad en relación con un título de preferencia que no es de mayor fuerza que cualquier otro.

4. La subordinación voluntaria y la responsabilidad patrimonial universal

A partir de los planteamientos de BRINZ (1874), la doctrina tiende a construir el concepto de obligación desde una doble perspectiva: desde la prestación debida (el débito o *Schuld*) y desde los efectos de su incumplimiento (la responsabilidad o *Haftung*). Pero ya es decir común de la doctrina española que los dos elementos son indisociables en términos que la distinción sólo vale para una explicación didáctica del fenómeno obligatorio³⁴⁷. En cualquier caso, la responsabilidad será el elemento que le otorgue “juridicidad” al vínculo, de modo de poder diferenciarlo de los deberes meramente morales³⁴⁸. Así, el incumplimiento, dando inicio a la fase patológica de la obligación, confiere al acreedor el derecho a dirigirse contra todo el patrimonio del deudor para solicitar su cumplimiento compulsivo (artículo 1.911 CC ó 2.465 CCCh)³⁴⁹.

Ahora bien, como toda obligación se define como vínculo jurídico, en teoría todos los acreedores tienen derecho a hacer efectivo el débito en el patrimonio del deudor. Pero como señaláramos al tiempo de estudiar la *par condicio creditorum*, la posición de los acreedores no se da necesariamente en un plano de igualdad en tanto los ordenamientos reconocen la graduación de los créditos. Así, el acreedor preferente tiene un derecho de agresión más poderoso que el acreedor ordinario³⁵⁰. Y, evidentemente, la responsabilidad patrimonial se reduce aún más en el caso de los créditos subordinados, haciendo casi imposible el reembolso del crédito en situación de insolvencia. Por ello, a la vez que se desciende en la escalera que suponen las reglas de prelación de crédito, va disminuyendo asimismo la “garantía” que ofrece el patrimonio del deudor, sin que por ello se desnaturalice el concepto de obligación, que, basado en dicho sustento final, permite su calificación como vínculo jurídico.

En todos los supuestos de subordinación legal, ha sido el legislador quien ha deteriorado la posibilidad de cobro del crédito subordinado. Lo ha hecho no sólo ofreciendo una excepción negativa a la regla de distribución proporcional, sino también disminuyendo el ámbito de la responsabilidad patrimonial universal,

³⁴⁷ Por todos, José Luis DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS (1980): “Concepto de obligación”, *RDP*, Año 64, Mes 1, pp. 979 – 995.

³⁴⁸ Por todos, LACRUZ, 2007, p. 15.

³⁴⁹ El tema al que hacemos referencia es crucial en el campo del Derecho de las obligaciones, en cuanto fruto de un largo recorrido desde la calificación penal del incumplimiento de la obligación, con carácter personal (e, incluso, corporal) hasta el respaldo en el patrimonio del deudor.

³⁵⁰ Vid. Emilio BIANCHI (1924): *Dei Privilegi e delle Cause di Prelazione del Credito in Generale*, UTET, Napoles – Turín, p. 49, para quien el crédito privilegiado “...atribuye al acreedor una prelación sobre el precio de determinados bienes o determinadas categorías de los mismos, derogando la regla de que todos los bienes son garantía de sus acreedores y la de que todos los acreedores tienen igual derecho” (Traducc. Patricia LÓPEZ PELÁEZ (2001): *Los Créditos Preferentes en el Derecho Español*, Trivium, Madrid, p. 47). En similar sentido, la DGRN se ha pronunciado calificando la preferencia creditual como “una modalización del Principio de Responsabilidad Patrimonial Universal, y sólo puede operar cuando se está actuando exclusivamente dicha responsabilidad.” (DGNR 3 abril 1998, RJ 1998/3564).

dejándole tan solo el remanente del patrimonio del deudor una vez pagados los créditos preferentes y ordinarios. Cabe preguntarse, entonces, si también se le reconoce a la autonomía privada competencia suficiente a efectos de reducir la extensión de dicha responsabilidad por medio de un negocio de subordinación³⁵¹.

Creemos que el núcleo de la subordinación voluntaria reside en una posposición en el pago del crédito conforme a las reglas de la prelación, de tal suerte que, en caso de insuficiencia patrimonial, los créditos subordinados se pagarán una vez asegurado el pago de los créditos ordinarios. En consecuencia, los acreedores subordinados deberán esperar el resultado de la liquidación del patrimonio del deudor, a efectos de determinar la existencia de un remanente sobre el cual hacer valer sus créditos degradados. En pocas palabras, el concurso supondrá que el acreedor subordinado no podrá hacer valer la responsabilidad del deudor sobre el “universo” que supone su patrimonio, puesto que voluntariamente lo ha limitado sólo al señalado residuo.

La doctrina mayoritaria ha admitido la posibilidad que el acreedor goce de un poder de agresión limitado en caso de incumplimiento del deudor, quedando circunscrito a ciertos o determinados bienes³⁵². A tales efectos, suele citarse como ejemplo el artículo 140 de la Ley Hipotecaria española, que reconoce al acreedor un mecanismo limitado de protección, pudiendo dirigirse únicamente contra los bienes hipotecados a su favor³⁵³. El referido supuesto parece tener poca importancia en la práctica, pero tiene una relevancia teórica innegable al otorgar, en el campo del Derecho español, un caso manifiesto en el que el ordenamiento ha permitido a la autonomía privada el establecimiento de limitaciones a la responsabilidad patrimonial universal³⁵⁴. Incluso, y aunque la norma en referencia sólo trata de la limitación para el

³⁵¹ A modo de antecedente, la ampliación negocial de la responsabilidad patrimonial, dada su universalidad, sólo tiene sentido si se admite la renuncia a la inembargabilidad de ciertos bienes. En el Derecho chileno - informa BAHAMONDEZ, 1993, pp. 26 y 27-, esta posibilidad es admisible respetando los márgenes generales de la renuncia de derechos.

³⁵² Por todos, HERNÁNDEZ GIL, 1983, pp. 86 y 87.

³⁵³ Conforme al artículo 140 de la Ley Hipotecaria española (cuyo texto fue refundido mediante Decreto de 8 de febrero de 1946): *“No obstante lo dispuesto en el artículo 105, podrá válidamente pactarse en la escritura de constitución de la hipoteca voluntaria que la obligación garantizada se haga solamente efectiva sobre los bienes hipotecados. En este caso, la responsabilidad del deudor y la acción del acreedor, por virtud del préstamo hipotecario, quedarán limitadas al importe de los bienes hipotecados, y no alcanzarán a los demás bienes del patrimonio del deudor. Cuando la hipoteca así constituida afectase a dos o más fincas y el valor de alguna de ellas no cubriese la parte de crédito de que responda, podrá el acreedor repetir por la diferencia exclusivamente contra las demás fincas hipotecadas, en la forma y con las limitaciones establecidas en el artículo 121.”* Destáquese que el legislador se refiere correctamente a la limitación de la “responsabilidad del deudor” y a la “acción del acreedor”.

³⁵⁴ Como señalan CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, p. 852, “... la responsabilidad no está limitada «pro viribus» sino «cum viribus»”, en el sentido que ésta se encuentra concretada en el valor del bien hipotecado. En el Derecho chileno, por su parte, no encontramos un ejemplo normativo

supuesto de un préstamo hipotecario, el TS ha entendido que “no existe ninguna razón para excluir su juego si la obligación garantizada tiene otro origen”, de lo que se colige que no hay inconveniente en aceptar restricciones a la responsabilidad patrimonial en cualquier tipo de obligaciones³⁵⁵.

Como señala CASTILLO, la llamada “hipoteca de responsabilidad limitada” no supone la desaparición de la relación obligatoria personal (el crédito garantizado), sino sólo una limitación en el campo de la responsabilidad³⁵⁶. El deber se mantiene inmutable, al igual que el concepto mismo de obligación, aunque se hayan restringido los bienes sobre los cuales se puede hacer valer para el caso de incumplimiento.

En consecuencia, la noción de obligación es lo suficientemente elástica como para soportar ciertas limitaciones. Lo que no podría tolerarse es que el acreedor vaciara íntegramente de contenido a dicha responsabilidad patrimonial, en cuanto ello desnaturaría de tal forma a la obligación que ésta devendría en un mero deber moral, o, a lo sumo, en una discutible obligación natural³⁵⁷. Se transformaría en un repudiado caso de deuda sin responsabilidad, haciendo imposible exigir el cumplimiento forzado de la obligación. La satisfacción del acreedor quedaría al arbitrio del deudor, lo que repugna las consideraciones más básicas del Derecho de las obligaciones³⁵⁸. Ya nos dice BELTRÁN DE HEREDIA Y CASTAÑO que la “obligación no va, ni puede ir, destinada a ser incumplida, sino, por el contrario, a que el deudor cumpla, que es, en definitiva, a lo que se comprometió”³⁵⁹.

En cambio, restringir la responsabilidad derivada del incumplimiento de la obligación no redundaría necesariamente en una comprensión diferente de la misma. La obligación subordinada – aún limitada en su ejecutabilidad al remanente de los bienes

como el expresado, lo que – sin embargo – no ha impedido la limitación de la responsabilidad patrimonial (BAHAMONDEZ, 1993, p. 24).

³⁵⁵ STS 29 de marzo de 2007 (RJ 2007\1978).

³⁵⁶ Carolina del Carmen CASTILLO MARTÍNEZ (1999): *Responsabilidad Personal y Garantía Hipotecaria*, Aranzadi, Pamplona, pp. 46 y ss.

³⁵⁷ Y decimos discutible dado que, al menos a juicio de Manuel ALBALADEJO GARCÍA (2007): *Compendio de Derecho Civil*, Décimo tercera edición, Edisofer, Madrid, p. 202 y LACRUZ, 2007, p. 22, las denominadas “obligaciones naturales” no son obligaciones privadas de acción o de deuda sin responsabilidad, sino sólo de una causa apta para justificar un desplazamiento patrimonial, que sin ella sería ilegítimo, justificando la irrepitibilidad en el cobro. A mayor abundamiento, DÍEZ – PICAZO / GULLÓN, 2001, pp. 120 y 121, justifican todos los casos del Código Civil en que se ha acudido a la explicación de las obligaciones naturales por medio de vías alternativas, como la irrepitibilidad en razón de una causa ilícita en el juego prohibido, de la presunción de onerosidad del préstamo en el pago de los intereses no estipulados, o de la facultatividad de excepcionarse por prescripción en el pago de la deuda prescrita.

³⁵⁸ Vid. LACRUZ, 2007, p. 17.

³⁵⁹ José BELTRÁN DE HEREDIA Y CASTAÑO (1956): *El Cumplimiento de las Obligaciones*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, pp. 35 y ss.

del deudor una vez cumplidas las obligaciones preferentes y ordinarias - sigue siendo un vínculo jurídico amparado por el ordenamiento. El negocio de subordinación no afecta el débito, de modo que el deudor no puede excusarse del cumplimiento de la obligación por su carácter pospuesto. Pero sí incide en la faz de la responsabilidad, no vaciándola, sino restringiéndola para el caso de concurrencia con otros acreedores dada la insolvencia del deudor común.

CAPÍTULO III

NATURALEZA JURÍDICA

1. Premisas

Se trata éste del aspecto que ha concitado mayor interés en la doctrina al enfrentar la subordinación voluntaria. A nuestro juicio, lo anterior responde a dos inquietudes iniciales. *En primer lugar*, la necesidad de encontrar un régimen jurídico al crédito subordinado se justifica en tanto se trata de una figura que escapó de la imaginación del legislador tradicional. No quedando contemplado como un negocio jurídico típico, su base en la autonomía privada hace necesario definir sus requisitos, efectos y límites, materias que se piensa sólo pueden ser logradas abordando la subordinación voluntaria desde una figura ya conocida.

Luego, porque ya admitida su posibilidad, aún llama la atención el hecho de que el acreedor subordinado quiera degradar su crédito, lo que debe asociarse al efecto económico que se pretende conseguir. No toda motivación económicamente eficiente recibe una respuesta favorable de parte de los ordenamientos jurídicos, de manera que la determinación de la naturaleza jurídica de la subordinación posibilita – de nuevo – justificar su uso.

Esta dificultad ya había sido puesta de manifiesto en el reconocimiento primigenio de la subordinación en Estados Unidos. Ya hemos hecho referencia a las diferentes opciones ofrecidas por la jurisprudencia norteamericana – la cesión en equidad, el gravamen en equidad, la constitución de un *trust*, la doctrina de los actos propios y el reconocimiento del pacto contractual – pero, cualquiera que fuere su forma, la búsqueda del régimen aplicable se basaba en el interés último de dar cabida a un negocio que a la fecha no se encontraba expresamente regulado por el ordenamiento jurídico. Pero esta pretensión pasó a ser un simple dato histórico con el nuevo *Bankruptcy Code* en 1978, ya que – admitida en el artículo 510(a) USC 11 – dejó de ser necesaria su reconducción a otra categoría para darle legitimidad.

En los sistemas continentales puede seguirse un recorrido similar. Al compás en que los ordenamientos empiezan a acoger la subordinación voluntaria, tanto en la conformación de los recursos propios de las entidades de crédito como en la configuración del préstamo participativo, surgen las primeras voces que pretenden explicar los contornos de la llamada “cláusula de subordinación”. Pero, al contrario del Derecho norteamericano, el hecho de contar con una cierta regulación, aún básica, le concede un cariz un poco diferente. No se pretende ya justificar la legalidad de la

posposición, sino ofrecer un régimen jurídico a aquello que se plantea de modo tan sucinto en el propio ordenamiento.

Creemos que para desvelar la naturaleza jurídica de los negocios de subordinación, debemos considerar ciertas premisas que faciliten la delimitación de aquello que se pretende explicar. Evidentemente estos enunciados se sujetan a nuestra particular apreciación de la figura, de la cual daremos cuenta bastante más adelante (*infra*, Capítulo III, 3), pero los anticipamos a efectos de poder someter a juicio crítico las variadas teorías que ha presentado la doctrina. Estos enunciados son los siguientes: (i) la subordinación es el efecto de un negocio jurídico de degradación; (ii) constituye un elemento accesorio al crédito; (iii) se traduce en un traspaso del valor relativo del crédito; y (iv) cumple una finalidad de garantía para los acreedores beneficiarios.

1.1. *La subordinación como efecto*

La subordinación voluntaria es la consecuencia de un negocio jurídico y no el negocio en sí. Por tanto, determinar su naturaleza implica buscar una explicación a la manifestación de voluntad que le sirve de causa. Indicamos lo anterior, pese a su aparente obviedad, porque ello no parece claro para el legislador chileno. El artículo 2.498 CCCh dispone: “*La subordinación de créditos es un acto o contrato en virtud del cual uno o más acreedores de la quinta clase aceptan postergar, en forma total o parcial, el pago de sus acreencias en favor de otro u otros créditos de dicha clase, presentes o futuros*”³⁶⁰.

Que la subordinación sea un efecto implica además que éste puede ser logrado por varias vías, no necesariamente negociales³⁶¹. También forman parte de este mecanismo los supuestos de subordinación legal, contemplados en el artículo 510(b) USC 11, en el § 39.1 de la *InsO* y en los números 1, 3, 4, 5, y 6 del artículo 92 LC; y los supuestos de subordinación judicial contenidos en el artículo 510(c) USC 11 y en el número 7 del artículo 92 LC (introducido por el RDL 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica (el “RDL 3/2009”))³⁶².

³⁶⁰ El subrayado es nuestro.

³⁶¹ ÁLVAREZ, 2003, p. 242, argumenta que la subordinación, más que una causa de delimitación de los créditos en razón de su causa, ha de considerarse un recurso técnico y procedimental de la ley para la coherencia del procedimiento concursal. Solución ésta que, si bien puede ser aceptable en relación con los demás supuestos de subordinación contemplados en el artículo 92 LC, no se cohonestan con la idea de subordinación voluntaria.

³⁶² Para un análisis crítico de este último supuesto, *vid.* José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (2009): *La Reforma de la Ley Concursal. Una primera Lectura del Real Decreto-ley 3/2009* (autores José Antonio García – Cruces González y Javier López Sánchez), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 92 - 94.

Sin embargo, más que dar cuenta de una única justificación, lo anterior demuestra la versatilidad de la subordinación de créditos. Por ello, no debemos buscar en los otros mecanismos indicios que nos permitan aclarar la naturaleza de la subordinación voluntaria más que relacionarles en cuanto a su efecto degradatorio. Buscar un aspecto en común es tan inútil aquí como en materia de privilegios. Como indica MONTÉS, "... en la LC aparecen en un mismo precepto la subordinación convencional y la legal, pero se trata de instrumentos que, pese a utilizar la misma técnica, no están informados por la misma lógica, pues una atiende al interés de las partes, en tanto que la otra es un instrumento que opera en interés de los demás acreedores de un mismo deudor, pues no cabe duda que se trata, en definitiva, de reforzar la posición de los acreedores ordinarios..."³⁶³

A nuestro juicio, esta similitud técnica tampoco puede ser utilizada para sujetar a los diversos créditos subordinados a un mismo régimen concursal. No será lo mismo, por ejemplo, el crédito que es pospuesto en razón de la mala fe del concedente (artículo 92.6 LC), que aquél que se deriva de la comunicación tardía del crédito en el concurso (artículo 92.1 LC). En ambos supuestos se ha llegado a decir que estaríamos frente a una sanción civil, pero el desvalor de la acción sería claramente diferente³⁶⁴. Ello redundaría en la necesaria graduación de los créditos subordinados, en una escala de prelación de estructura similar a la tradicionalmente recogida para el trato de los créditos preferentes, como también en la extensión y profundidad del "castigo".

Así, tampoco es idéntica la posición de quien voluntariamente ha querido someter el crédito al efecto jurídico de la subordinación, respecto a quien es desmejorado con la posposición de sus créditos por cualquiera de las demás circunstancias que justifican la subordinación legal o judicial³⁶⁵. Por ello, una solución de reproche puede conjugar mayores consecuencias que las de la sola degradación, como es una menor participación en el concurso, la pérdida de ciertos beneficios legales, entre otros³⁶⁶. El ordenamiento jurídico español – replicando la solución del

³⁶³ MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), pp. 58 y 59.

³⁶⁴ La subordinación concursal como penalidad civil es la premisa básica de ALEMANY, 2004 (recurso electrónico), *passim*. En contra, MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), p. 61, para quien la subordinación legal no siempre puede ser caracterizada como sanción, considerando la heterogeneidad de supuestos, la ausencia de un juicio de reproche y la falta de penalidad o represión. Así también, GARCÍA – CRUCES, 2008, pp. 15 y 16, sosteniendo que en todos estos supuestos, la norma no valora ninguna conducta, y menos aún en el caso de la subordinación que resulta de la tardía comunicación del crédito (92.1 LC), en tanto la señalada comunicación sólo puede ser calificada como carga y jamás como obligación.

³⁶⁵ VEIGA, *RDBB* 25 (2006), p. 21.

³⁶⁶ Jesús QUIJANO GONZÁLEZ (2004): "Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto", en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir, Juana Pulgar Ezquerro, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), Dykinson, Madrid, p. 1.161, expresa que "Mencionados los supuestos [*de créditos subordinados*], estimo que se confirma la dificultad para encontrar una relación común entre subordinación y privación de voto. Si ya es cuestionable que todos los créditos citados compartan la categoría de subordinados, más lo es que todos estén

sistema alemán en este punto – no sigue esta línea. Calificando ambas realidades bajo el alero de la categoría del “crédito subordinado”, les aparta del concurso más allá de lo que significa propiamente una degradación en la escala de prelación de créditos. Dado que esta solución sólo es aplicable respecto a los supuestos de subordinación general – a los que expresamente se refiere el artículo 92.2 LC - discutiremos este punto *infra*, Capítulo V, 3.1.2.

1.2. *La subordinación como elemento accesorio al crédito*

La subordinación voluntaria no pretende afectar la naturaleza jurídica de los créditos a los cuales se adhiere³⁶⁷. Un negocio de financiación - probablemente un mutuo o la emisión de obligaciones negociables - no deja de serlo por tener el carácter de subordinado, cuestión que también implica negar que la cláusula de subordinación transforme la financiación en una aportación de capital³⁶⁸. El efecto económico de la subordinación general – cual es el aumento del riesgo del crédito ordinario hasta situarlo en el límite entre financiación y aportación – no puede implicar un cambio en su configuración jurídica. El financiador, aún subordinado, no pretende formar parte de la estructura interna del deudor (probablemente una sociedad), sino conseguir una mayor remuneración sobre la base del mayor riesgo asumido. Por ello, la posición subordinada no le concede derechos políticos ni sugiere – a menos que se configure como préstamo participativo – la posibilidad de conseguir una parte de las utilidades de la empresa.

privados de voto (¿por qué, por ejemplo, debe estarlo un crédito que es subordinado no por una sanción, penalización, sospecha, sino sólo porque así se estableció en el contrato del que procede?)”.

³⁶⁷ Así, COLOMBO, 1983, p. 426 y 427; PAVONE LA ROSA, 1983, p. 456; Marco LAMANDINI (1991): “Perpetual notes e titoli obbligazionati a lunga o lunghissima scadenza”, *BBTC*, Vol. 44, No. 1, p. 607 (nota 3); VANONI, 2000, p. 64; MONTÉS, *ADCo* 1 (2004), p. 62, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 82. En la jurisprudencia española, de este modo se ha pronunciado la SAP de Huesca (sección 1ª) 29 de abril de 2004 (JUR 2004\157913), al expresar que “los préstamos participativos son pasivo exigible porque sus titulares son acreedores y no dejarán de serlo por el solo hecho de que dichos préstamos únicamente sean exigibles después de que todos los demás acreedores hayan cobrado sus créditos. Si el socio Álvaro, señalan los autores de este informe, deseaba realmente capitalizar la compañía, pudo haber llevado a cabo una ampliación de capital, y si no lo hizo, ya que acogió la fórmula del préstamo participativo, es porque deseó continuar siendo acreedor”.

En contra, PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p. 6, en el sentido que la subordinación desnaturaliza el contrato de mutuo al sujetar la obligación de restitución a un evento futuro e incierto, como es la solvencia del deudor. Volveremos a este punto al tratar de las teorías que abogan por entender la subordinación voluntaria como el establecimiento de una modalidad suspensiva para el cumplimiento de la obligación (*infra*, Capítulo III, 2.2.1).

³⁶⁸ Téngase presente, como señala VANONI, 2000, p. 4, que la realidad práctica nos hace pensar que el crédito subordinado nace necesariamente de algún negocio de financiación. Ello, aún cuando no existen obstáculos jurídicos para que el crédito subordinado resulte de otra suerte de relación jurídica.

Por tanto, la subordinación, incluso general, no puede sujetarse al régimen de los recursos propios de la empresa. Sin embargo, esta cuestión ha generado el más ácido debate en relación al reconocimiento legal de los préstamos participativos. En Francia, pese al triunfo de una redacción que optaba por una asimilación absoluta con las aportaciones de capital (artículo 25 de la Ley 78 – 741, de 13 de julio de 1978), la doctrina prontamente dio cuenta de ciertos problemas técnicos³⁶⁹. Por ello, pese a su incorporación en el texto legal, los hechos derivaron en una visión restrictiva, tanto desde una perspectiva económica – contable como jurídica³⁷⁰. Por su parte, la legislación española ha pasado por varias fases, en un vaivén que denota las dificultades interpretativas del préstamo participativo³⁷¹. Actualmente, y conforme a la redacción de la Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea, el artículo 20.1 del RDL 7/1996 asimila los fondos obtenidos vía préstamos participativos al patrimonio neto de la empresa para los efectos del cálculo de los montos que ameritan la reducción de capital o la liquidación de sociedades prevista en la legislación mercantil.

1.3. *La subordinación voluntaria como traspaso del valor relativo del crédito*

Para los efectos de esta explicación, debemos distinguir lo que constituye el “valor absoluto” del crédito de lo que implica su “valor relativo”. El *valor absoluto* se refiere al valor nominal, aquél que corresponde al crédito en abstracto al tiempo de ser comunicado en el concurso. Su determinación constituirá, sumado al resto de los créditos comunicados, la masa pasiva que pretende ser satisfecha en el procedimiento colectivo. Por su parte, el *valor relativo* será el resultado de la aplicación de las reglas de coordinación (graduación y proporcionalidad) al crédito. Para estos efectos, es necesario realizar algunas operaciones matemáticas: el *primer cálculo*, basado en la idea de la graduación, supone la distribución a los créditos superiores como si los inferiores no existieren, y, sólo pagados íntegramente aquellos, se repetirá la operación de manera sucesiva. La *segunda operación* proporciona el valor de los créditos de cada clase con el valor de liquidación de la masa activa. Así, de ambas operaciones, resultará que

³⁶⁹ La citada norma francesa, actualmente contenida en el artículo 313-14 del *Code Monétaire et Financier*, dispone que “*Ils sont, au regard de l’appréciation de la situation financière des entreprises qui en bénéficient, assimilés à des fonds propres*”.

³⁷⁰ Jean-Jacques CAUSSAIN (1979): “Les prêts participatifs”, *Droit des Sociétés*, enero, p. 3.

³⁷¹ Originalmente, el artículo 11 del RDL 8/1983, disponía de una asimilación a los fondos propios para apreciar la solvencia financiera de la empresa. Mucho más extremo resultó el texto contenido originalmente en la letra d) del artículo 20.1 del RDL 7/1996, que disponía una asimilación absoluta a los fondos propios a efectos de la legislación mercantil. Redacción peligrosa y poco justificada – en palabras de Rafael GARCÍA VILLAVERDE (1997): “Créditos participativos”, *RdS*, No. 9, pp. 18 y 19 – porque conducía a la inexigibilidad del préstamo. Así, la Disposición Adicional segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre, restringió la amplitud del texto original de modo de asimilar los préstamos participativos con el patrimonio contable a los efectos de la reducción del capital y liquidación de las sociedades previtas en la legislación mercantil.

los créditos serán pagados de acuerdo al orden de prelación y, en su déficit, aplicando la regla de distribución proporcional.

Como entre los créditos ordinarios no existe graduación, no será necesario realizar el primero de los cálculos mencionados, obteniéndose su valor relativo por la simple operatividad de la “regla de tres”, al ser comparados con el monto de la masa activa remanente. Pero ya hemos indicado que la subordinación voluntaria desplaza la regla de proporcionalidad y la reemplaza por una nueva norma de graduación. De este modo, la determinación del valor relativo de los créditos implicados (beneficiarios y subordinados) requerirá nuevamente de la realización de ambas operaciones matemáticas.

En consecuencia, la subordinación no produce una cesión del valor absoluto del crédito, sino sólo una transferencia de su valor relativo, de lo que se deduce que no se trata de una verdadera cesión³⁷². Al decir de VANONI, los acreedores beneficiarios no son destinatarios directos de alguna atribución patrimonial, sino que reciben una ventaja derivada de la disminución del número de sujetos que tiene derecho a ser pagado antes o junto a éstos³⁷³. Así ocurre también, por ejemplo, cuando uno de los créditos ordinarios pasa a ser preferente con motivo de la constitución de una garantía real. En este caso, se produce un traspaso del valor relativo de los créditos ordinarios a favor del crédito garantizado, sin que pueda sostenerse que ha tenido lugar una transferencia del crédito a favor del acreedor preferente. Ello no sólo porque no es ésta la intención de las partes involucradas, sino también porque supondría que los acreedores ordinarios son despojados de sus créditos – y no sólo de su valor relativo – con motivo de la constitución de la garantía.

La explicación de la transferencia del valor relativo del crédito sirve tanto en casos de subordinación general como particular, aunque en esta última requiere de ciertas precisiones adicionales. En un supuesto de subordinación general, la pérdida del valor relativo del crédito subordinado es distribuida entre todos los acreedores ordinarios del deudor. Los acreedores beneficiarios no adquieren titularidad alguna sobre el crédito subordinado, sino que – habida cuenta de la regla de graduación - éste debe dejar de ser tomado en consideración para el cálculo del valor relativo de todos los créditos ordinarios.

³⁷² Por ello no nos parecen adecuadas las construcciones que suponen la cesión condicional del crédito subordinado ni la constitución de cualquier otra suerte de garantía que recaiga sobre éste suponiendo alguna suerte de traspaso de titularidad al acreedor beneficiario. La primera es la explicación otorgada de modo frecuente por la doctrina italiana, principalmente al tratar de la subordinación particular, y por la jurisprudencia norteamericana bajo la idea del *equitable assignment* (cesión en equidad). La segunda se refiere a su configuración conforme a los términos del *equitable lien* propiciados por los tribunales norteamericanos previo a la codificación de 1978.

³⁷³ VANONI, 2000, p. 62.

He aquí un ejemplo numérico:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (sin considerar la subordinación)	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
Crédito A	100	50	83,3
Crédito B	200	100	166,7
Crédito C	300	150	250
Crédito D *	400	200	0
TOTAL	1.000	500 **	500 **

* Crédito generalmente subordinado a tres acreedores ordinarios.

** Equivalente al valor de liquidación de la masa activa.

En los casos de subordinación particular, el cálculo resulta bastante más complejo, pero obedece a la misma justificación. Dado que se desea que el traspaso del valor relativo del crédito sólo beneficie a un determinado acreedor, deberá partirse de la idea de que – respecto a los acreedores no beneficiarios – el crédito mantiene su calificación como crédito ordinario. Así, en un primer momento, su valor relativo se calculará sólo siguiendo la segunda de la operación que toma en cuenta la regla de proporcionalidad. Una vez conseguido el resultado, deberá volver a efectuarse la operación entre los créditos sujetos a graduación (beneficiario y subordinado), con dos variantes: *primero*, existiendo una jerarquía entre tales créditos, deberán efectuarse ambas operaciones matemáticas para la determinación de su valor relativo real; y, *segundo*, para efectos del segundo cálculo el valor de la masa activa deberá efectuarse restando el valor relativo de los créditos no beneficiarios. Dado que los negocios de subordinación particular pueden estructurarse de varias maneras, se ofrecerán varios ejemplos de cálculo más abajo (*infra*, Capítulo V, 3.2.2).

1.4. La subordinación cumple una función de garantía

De los puntos anteriores resulta que la finalidad común de toda forma de subordinación es constituir un refuerzo a la posibilidad de cobro por parte de los acreedores beneficiarios. En este sentido, bien puede indicarse que los negocios de subordinación cumplen con una finalidad de garantía del crédito beneficiario³⁷⁴. En el

³⁷⁴ CAMPOBASSO, 1983, pp. 365 y 366, afirma que la subordinación cumple una función de garantía en sentido atécnico, esto es, es un instrumento que refuerza la posibilidad de satisfacción para los acreedores beneficiarios. En contra, Francesco FERRARA jr. y Alessandro BORGIOLI (1995): *Il Fallimento*, Giuffrè, Milán, p. 207 (nota 2), quienes le niegan tal carácter por cuanto la subordinación no podría tener un valor superior al de la renuncia del crédito, y Alberto MAFFEI ALBERTI (2000): *Commentario Brevi alla Legge Fallimentare*, Cedam, Milán, p. 669, para quien la subordinación no constituye garantía porque afecta a la exigibilidad y no la subsistencia del crédito.

caso de la subordinación particular, lo anterior resulta aún más evidente. El acreedor beneficiario ha exigido la subordinación de otro de los acreedores puesto que no quiere experimentar igual riesgo que este último en caso de concurrencia. Más aún, pretende que parte del valor relativo del crédito subordinado le sea transferido para el caso de insolvencia, de manera similar a lo que ocurriría en el caso que el acreedor beneficiario exigiere la constitución de una garantía que primara sobre el cobro de los créditos inferiores. Lo consigue, sin embargo, mediante el camino inverso, no adelantándose en el orden de prelación, sino exigiendo que los demás se degraden.

En los supuestos de subordinación general, la finalidad de garantía es más bien indirecta³⁷⁵. Lo que el acreedor subordinado realmente desea es una mayor retribución por el mayor riesgo asumido. Y tal mayor riesgo se genera como efecto del mejor derecho al cobro concedido a los acreedores beneficiarios, en este caso, al resto de los acreedores ordinarios del deudor. Sin embargo, el efecto es idéntico, y los acreedores beneficiarios –aun inconscientemente– verán traspasado a su favor todo o parte del valor relativo de las obligaciones subordinadas. Y, para ello, el mecanismo indirecto será la reducción del pasivo relevante para el cálculo de tal valor.

Tal finalidad de garantía no debe confundirse con la idea de que se ha constituido alguna suerte de gravamen sobre el crédito subordinado³⁷⁶. Ya hemos dicho que un argumento como éste intenta comprobar una transferencia del valor absoluto del crédito para integrar el patrimonio del acreedor beneficiario, explicación que no se ajusta a este caso. Lo que sí logra aportar es lo relativo al carácter siempre accesorio del negocio de subordinación, como también integrar su régimen al tratar particularmente de las posibles modificaciones del crédito beneficiario.

Enunciadas estas cuatro premisas preliminares, debemos volver al asunto de la naturaleza jurídica de los negocios de subordinación voluntaria. Un inconveniente previo deriva de las diversas formas en las que éstos se presentan, especialmente diferenciando los supuestos de posposición general o particular. De hecho, varias de las explicaciones que ha dado la doctrina se centran en una manifestación específica de

³⁷⁵ La SAP de Ávala (sección 1ª) de 26 de diciembre de 2007 (AC 2008\565) señala como finalidad genérica de los créditos subordinados el aumento del grado de satisfacción de los acreedores ordinarios. Ello no sólo se logra por medio de su posposición en el pago, sino también por disfrutar de una peor condición que el resto de los créditos concursales, hasta su calificación como “antiprivilegio”.

³⁷⁶ Una interesante discusión sobre este tema se dio en Estados Unidos en relación con la eventual calificación de los acuerdos de subordinación como *security interest* (garantías). De haber sido así, de conformidad al artículo 9 del *Uniform Commercial Code*, se requeriría del cumplimiento de ciertas formalidades de publicidad a efectos de poder ser oponible a terceros. Para mayores antecedentes del debate, consúltese COOGAN / KRIPPE / WEISS, *H.L.R.* 79.2 (1965), pp. 237 y ss. Sin embargo, esta discusión fue zanjada por medio de reforma al citado código en 1966, de manera que éste pasó a aceptar la posición negativa. *Vid.* Robert M. ZINMAN (1994): “Under the spreading bankruptcy: Subordination and the codes”, *ABI Law Review*, No. 2, pp. 295 y ss.

la figura: la denominada “cláusula de postergación” (*rectius*, “cláusula de subordinación”) insertada en la emisión de obligaciones subordinadas³⁷⁷. Ello se justifica por tratarse de la estructura más habitual en la práctica y por haber sido - hasta hace bastante poco - el único supuesto típico en la mayor parte de las legislaciones continentales.

El reconocimiento de la subordinación particular requiere entonces de un esfuerzo especial. La doctrina - veremos - ha pretendido resolver la naturaleza de la subordinación general, de modo que no todas las explicaciones serán suficientes para albergar a toda forma de subordinación. A partir de este dato, hay quienes incluso han pretendido diferenciar la naturaleza de uno u otro supuesto. VANONI, por ejemplo, justifica un tratamiento separado de la subordinación particular bajo la idea que ésta esconde una cesión condicional del crédito a favor del acreedor beneficiario³⁷⁸. Creemos que esta construcción dualista debe ser rechazada por varios motivos. El más evidente es el que ya hemos referido, en términos que la subordinación - ni siquiera la particular - tiene por objeto la transferencia del valor absoluto del crédito, sino sólo una modificación en el cálculo de su valor relativo. El hecho de que el acreedor beneficiario pueda recibir un tanto más que el resto de los acreedores ordinarios no puede justificarse por una hipotética cesión de un monto indeterminado del crédito a ocurrir en caso de concurso. Esta construcción peca de ser artificial, sobre todo si se considera que no existen motivos para no acudir a iguales conceptos al tratar de la subordinación general. Siguiendo la línea argumental propuesta por VANONI, nada impediría sostener que en esta última, el acreedor subordinado también ha cedido todo o parte de su crédito a todos los acreedores ordinarios del deudor, aunque exista un problema previo de indeterminación de la persona del cesionario.

2. Teorías sobre la naturaleza jurídica de la subordinación voluntaria

2.1. Criterios de clasificación

Tal es el deseo de la doctrina comparada por amoldar la subordinación a una figura conocida, que el ingenio desborda la prudencia. Son tantas las explicaciones que incluso parece difícil dar cuenta de un catálogo exhaustivo sin el temor de no enunciarlas todas. Pero a pesar de su diversidad, siempre es posible destacar ciertos puntos coincidentes entre unas y otras. En general, las teorías que se describirán responden a poner énfasis en distintos aspectos que se presentan en el juego de la subordinación, pero que no siempre son plenamente indicativas de su esencia. Como en cada una de ella apreciamos ciertas imprecisiones o desajustes, hemos preferido seguir el camino de los descartes para alcanzar la solución que nos parece tiene mayor valor normativo. De este modo, creemos, es más fácil descubrir los aciertos de las proposiciones doctrinales, al tiempo de poder dejar en evidencia sus fallos.

³⁷⁷ Crítica que tomamos de VANONI, 2000, p. 144, precisamente al estudiar el tratamiento doctrinal de la subordinación particular.

³⁷⁸ VANONI, 2000, pp. 115 y ss.

En primer término, podemos distinguir aquellas teorías que ven en la posición una referencia a la falta de exigibilidad del crédito subordinado, como ocurre en todos los casos en que se hace uso del expediente de la condición suspensiva, de la remisión condicional de la deuda o del *pacto de non petendo ad tempus* (*infra*, Capítulo III, 2.2). Como tendremos la ocasión de analizar, todas estas estructuras son jurídicamente admisibles, pero no justifican los negocios de subordinación como mecanismos de degradación del crédito, sino que sólo dan cuenta de la posibilidad de pactar una postergación temporal del pago del “crédito subordinado”. Ello, con mayor motivo en la legislación española, en que cabe distinguir la clasificación de los créditos (artículo 89 LC) con su vencimiento, de modo que el vencimiento anticipado del crédito sólo se produce con la apertura de la fase de liquidación (artículo 146 LC).

En segundo lugar, existen teorías que resaltan la posición del crédito subordinado en relación con el crédito beneficiario, como las explicaciones que tratan la subordinación voluntaria como negocios del rango crediticio o como una preferencia convencional (*infra*, Capítulo III, 2.3). Pese a reconducir el tema de la subordinación al ámbito de la prelación de créditos, sus principales inconvenientes se encontrarán en la noción misma de “rango” y en la contradicción de términos que denota la idea de una preferencia que no tiene origen en la ley.

En tercer lugar encontramos explicaciones que enfrentan el fenómeno desde una perspectiva contractual, en términos de resolver la cuestión como simples obligaciones de dar o de no hacer asumidas por el deudor y el acreedor subordinado a favor del beneficiario (*infra*, Capítulo III, 2.4). Y para el caso que tal beneficiario no forme parte del acuerdo, se recurre – a modo de complemento - a la figura de la estipulación a favor del tercero. Estas explicaciones nos parecen insatisfactorias no sólo por sus dificultades prácticas, referidas principalmente a la posibilidad de revocación, sino porque se obvia que en sede concursal los pagos no son efectuados por el deudor ni se atienen a reglas extraconcursales, sino a los criterios de las reglas de prelación de créditos.

En cuarto y último lugar, se ha justificado la subordinación voluntaria como una renuncia a la *par condicio creditorum* (*infra*, Capítulo III, 2.5). Teoría ésta que asombra por su simplicidad y por centrar sus argumentos en las normas de prelación, pero que debemos igualmente descartar por las dificultades técnicas de configurar la regla de distribución proporcional como un “derecho” de los acreedores ordinarios y por ciertas distorsiones que se producen en relación a la subordinación particular.

En razón de todo lo anterior hemos buscado una solución diferente. Para ello hemos partido desde el efecto que los negocios de subordinación tienen sobre la regla de distribución proporcional. Producto de la subordinación voluntaria, los créditos ordinarios involucrados – subordinados y beneficiarios – dejarán de recibir su pago a *pro rata*, cual es el mecanismo legal de coordinación, y se someterán a una nueva regla

de graduación que no proviene originalmente del ordenamiento jurídico, sino de la voluntad de los acreedores. Nos parece que no sólo se trata de una manifestación del papel genérico de la autonomía privada – esta vez, en el campo de la prelación de créditos –, sino específicamente de la facultad de los particulares de excluir la aplicación de ciertas normas legales de carácter dispositivo.

En otras palabras, los negocios de subordinación tienen una doble finalidad. *Primero*, buscan el desplazamiento de la regla legal de coordinación de los créditos ordinarios – la regla de proporcionalidad – que ha sido establecida por el ordenamiento jurídico a modo de regla dispositiva. Y, *luego*, pretenden la creación de una nueva regla de graduación, norma que se articulará mediante la degradación de uno de los créditos involucrados (el crédito subordinado) a favor de otro u otros (créditos beneficiarios).

Creemos que esta solución – que desarrollaremos en extenso *infra*, Capítulo III, 3 - se ajusta a la estructuración normativa de las reglas de prelación de créditos y al interés de las partes al celebrar un negocio de subordinación, a la vez que es lo suficientemente amplia como para cobijar ambas formas de subordinación (general y particular) y para cumplir con la función de completar su régimen jurídico.

2.2. *Teorías basadas en la falta de exigibilidad del crédito subordinado*

Estas teorías han tenido un fuerte impacto en el reconocimiento continental de la subordinación voluntaria, sobre todo al tiempo de explicar la llamada “cláusula postergatoria” o “cláusula de subordinación” en el ámbito de las emisiones de deuda. Lo que se pretende explicar, en resumen, es la forma en la cual el acreedor subordinado posterga el cobro de su crédito hasta la satisfacción del resto de los acreedores. Para ello, se echa mano de las modalidades, suspensivas o resolutorias, que impiden al acreedor subordinado exigir el cumplimiento de su crédito.

Una primera idea se refiere a la utilización de modalidades suspensivas que provoquen directamente la falta de exigibilidad del crédito. Éste, con motivo de la declaración de concurso, dejaría de ser actualmente exigible y quedaría en suspenso hasta la extinción de los créditos beneficiarios. Como señala MAFFEI, la subordinación consistiría en la renuncia de parte de alguno de los acreedores al pago inmediato de su crédito, con una satisfacción eventual del residuo³⁷⁹. Obsérvese, eso sí, que hay dos niveles de suspensión diferentes, que no influyen directamente el uno en el otro. Por una parte, el crédito mismo quedará suspendido y, por la otra, tal suspensión se sujeta al evento que supone la concurrencia de acreedores. Se trata, en suma, de una “suspensión sujeta a suspensión”.

Para lograr lo anterior, la doctrina ha recurrido nuevamente a diversas opciones. En su tiempo, la doctrina italiana explicó la “cláusula postergatoria” como la

³⁷⁹ MAFFEI, 2000, p. 669.

sujeción del crédito subordinado a una condición suspensiva consistente en la plena extinción del crédito beneficiario³⁸⁰. De este modo, el crédito subordinado sólo “renacería” si los medios económicos son suficientes para el íntegro cumplimiento de las demás obligaciones del deudor. La doctrina inglesa también hizo uso de esta idea, bajo la denominación del “*contingent - debt subordination*”, aunque con un significado diverso³⁸¹.

Por su parte, la doctrina alemana acude al razonamiento de una remisión o condonación del crédito sujeta a condición resolutoria. De este modo, el crédito no sólo suspendería su exigibilidad, sino que sería lisa y llanamente extinguido a la espera de los resultados de la liquidación concursal. Así, si los recursos no fuesen suficientes como para la extinción íntegra de los créditos beneficiarios, tal remisión se consolidaría. En caso contrario, si hubiesen quedado algunos recursos (aun cuando fuesen insuficientes) la condonación de la deuda se resolvería de manera que el acreedor subordinado pudiese cobrarse en aquéllos.

Finalmente, la suspensión de la exigibilidad también se ha explicado acudiendo a la idea de postergación en el tiempo. Aunque ya hemos mencionado que hay una diferencia crucial entre lo que implica “subordinación” y “postergación”, esta cuestión renace cada vez que la doctrina vuelve a razonar que el acreedor subordinado vería temporalmente restringida su posibilidad de cobro. Así sale al paso la explicación del *pactum de non petendo*³⁸². Quiere justificarse de este modo que el acreedor subordinado, por su propia voluntad, habría pactado con el deudor que no exigirá su crédito sino hasta el devenir de cierta circunstancia, que en este caso consiste en la completa extinción de las obligaciones beneficiarias.

De las premisas indicadas para la construcción de la subordinación voluntaria, se adivinarán nuestras primeras objeciones a todos estos planteamientos. Si subordinar significa alterar la forma de concurrencia de los acreedores ordinarios, si posponer consiste en rebajarse en el orden de prelación, entonces ninguna de estas explicaciones es realmente satisfactoria. En realidad, el acreedor subordinado no pretende postergar

³⁸⁰ Vid. CAMPOBASSO, 1983, p. 339; MAFFEI, 1983, p. 480; DESIDERIO / ZAMBONI, 1983, pp. 567 y 568, y PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p. 4.

³⁸¹ Ya hemos señalado que la doctrina inglesa establece que esta forma de lograr la posposición del crédito no es sino un mecanismo indirecto (*supra*, Capítulo I, 3.3). De hecho, estructurar la subordinación de este modo fue resultado de las objeciones a lo que la subordinación significa en sí misma la alteración de la regla del *pari passu*, entendida inicialmente como inmodificable por la voluntad de los particulares. Vid., especialmente, Eilís FERRÁN (1998): “Recent developments in unsecured debt subordination”, en AA.VV., *The Realm of Company Law* (edit. L.S. Sealy y Barry A.K. Rider), Kluwer Law International, Londres, p. 200.

³⁸² También atribuida al Derecho alemán por parte de CAMPOBASSO, 1983, p. 360. VANONI, 2000, p. 45 da cuenta de una cierta jurisprudencia italiana (28 de octubre de 1971) que aceptó tal explicación.

el cumplimiento de la obligación, ni aún en el caso de concurso, sino solamente reducir sus posibilidades de cobro en el conflicto de intereses que se genera con el resto o con algunos de los demás acreedores ordinarios. Desear situarse en una posición inferior en la escala de prelación no necesita ser explicado por la vía de la suspensión condicionada del derecho al pago del acreedor subordinado, dado que – en caso contrario – también podría utilizarse esta explicación para abordar cualquier solución concursal que implique graduación: así, la satisfacción del acreedor ordinario estaría condicionada por la satisfacción del preferente, el crédito del titular de una segunda hipoteca estaría sujeto a la condición de la extinción de la primera, etc. Y nada alarmaría más al acreedor inferior que el descubrir que su crédito, con motivo de tal menor graduación, ha resultado ser condicional. La graduación de los créditos no quita su carácter de puros y simples, ya que en caso contrario todos ellos – salvo el que se sitúa en la cúspide de la escala de prelación – se sujetarían a otro régimen concursal: el de los créditos contingentes (artículo 87.3 LC).

Aunque estas explicaciones puedan seducir en una primera lectura, lo cierto es que el crédito sujeto a condición suspensiva no es y puede nunca llegar a ser exigible, de lo que se deriva una menor protección por parte del ordenamiento jurídico a quien – eventualmente – tendrá el carácter de acreedor (artículo 1.121 CC). Evidentemente, el Derecho pretenderá dar alguna suerte de recursos a tal sujeto para asegurarle de algún modo la posible satisfacción de su crédito, pero estos mecanismos palidecen ante el peso de los medios de protección concedidos a quien tiene un crédito puro y simple. Y son estas últimas herramientas las que deben asociarse a la idea del crédito inferior, sea éste preferente (aunque no con el mayor de los privilegios), ordinario o subordinado. Todos ellos son igualmente exigibles al tiempo de ser comunicados al concurso, aún a pesar de su graduación.

Con similares argumentos objetamos las ideas que pretenden hacer desaparecer al crédito subordinado mediante el recurso de su resolución o remisión. El acreedor subordinado pretende seguir siendo acreedor, aunque *a priori* conozca que sus posibilidades de cobro se encuentran disminuidas³⁸³. Si no fuera así, inténtese convencer al titular de una obligación subordinada que – por el hecho de la posposición – ha dejado de ser acreedor, a la espera de los resultados del concurso. Inténtese explicarle luego que mientras los acreedores ordinarios no vean extinguidos sus créditos, esperará en la vereda opuesta y sólo se enterará de las decisiones del concurso por los eventuales artículos de prensa. El acreedor pospuesto no pretende despojarse de su crédito, de igual manera como tampoco desea hacerlo el acreedor ordinario, aún consciente de la existencia de los créditos preferentes. El acreedor subordinado ha perseguido – por diversos motivos – situarse por debajo de las posibilidades de pago de los acreedores beneficiarios, pero esperará que el deudor nunca se encuentre en una posición que le impida el cumplimiento de su obligación. Pero esa esperanza la comparten de algún modo todos los acreedores, no sólo los subordinados, aún cuando algunos sabrán de antemano si sus deseos se encuentran o

³⁸³ Vid. CAMPOBASSO, 1983, p. 362, y VANONI, 2000, p. 45.

no justificados. Y ello, en el caso de insolvencia, dependerá precisamente del orden de prelación.

Ahora, y ante el detalle que la doctrina ha concedido a las ideas que preceden, estimamos necesario un análisis más pormenorizado de estas explicaciones. Considérese, eso sí, que todas estas teorías sólo tienen sentido para los negocios de subordinación general. La subordinación particular no podrá articularse a modo de beneficiar a un único acreedor ordinario toda vez que, pagándose éste conforme a la regla de proporcionalidad con el resto de los acreedores ordinarios no beneficiarios, el acreedor subordinado habría de esperar la plena satisfacción de toda esta clase de créditos para que se verificara el cumplimiento de la condición o se liberara del pacto de no pedir, a modo de permitir la obtención de su pago.

2.2.1. *Crédito suspensivamente condicionado al pago del crédito beneficiario*

Esta teoría surge precisamente en el seno del Derecho italiano habida cuenta de la tardanza comparativa con el resto de los ordenamientos europeos en el reconocimiento – sea general o sectorial – de la subordinación voluntaria de créditos. De esta manera, aceptar que la financiación subordinada da lugar a un crédito suspensivamente condicionado al pago del resto de los acreedores, permite sujetarla al régimen ya contemplado para los créditos condicionales en el artículo 55.3 de la *Legge Fallimentare*³⁸⁴. Lo anterior no hace sino respaldar la idea de que la búsqueda de la naturaleza jurídica de la “cláusula de subordinación” tuvo como primera finalidad admitir su legalidad, primeramente como fórmula de garantía en el ámbito del convenio y, luego, atribuirle un determinado régimen jurídico³⁸⁵.

Suponer que el crédito subordinado se sujeta a condición suspensiva parece ser una solución muy simple: en caso de apertura del concurso, el crédito ha de esperar su incierto resultado para determinar si su titular tendrá alguna posibilidad de cobro. Pero lo que esta teoría oculta es que el acreedor subordinado pasa a ser titular de un derecho contingente, casi transformando su titularidad crediticia en una mera expectativa. Nuestra principal objeción al respecto es que el crédito subordinado no se construye legalmente de este modo, confundiendo dos niveles diferentes de incertidumbre.

Todo acreedor se expone a ciertos riesgos que pueden poner en jaque su posibilidad de satisfacción. Ya en las primeras páginas de este trabajo anticipábamos lo anterior describiendo el camino del crédito desde su nacimiento hasta su extinción como un tránsito difícil. Esta incertidumbre se acrecienta hasta el extremo en caso de

³⁸⁴ VANONI, 2000, pp. 58 y 59.

³⁸⁵ En este sentido, PIZZIGATI, *Giur. Comm.* 4 (1977), pp. 288 y 289, quien – para llegar a tal solución – califica la cláusula de subordinación como una renuncia a la satisfacción del crédito y un reenvío a un momento futuro e incierto.

insolvencia del deudor, cuando también entren en juego los comportamientos estratégicos del resto de los acreedores. Un acreedor sensible al riesgo probablemente habrá tomado los resguardos necesarios para asegurar un mejor derecho al cobro mediante la constitución de ciertas garantías, pero ni siquiera ello llega a neutralizar la incertidumbre antes referida. El bien objeto de la garantía real puede haberse destruido o haber disminuido su valor, el deudor puede haber contraído ciertos créditos que – conforme al orden de prelación – se sitúen en una posición superior, los bienes pueden ser tan escasos que ni siquiera el mayor de los créditos privilegiados pueda verse íntegramente satisfecho, etc.

Pero este nivel de incertidumbre no se refleja en que todo crédito se encuentre sujeto a condición. Decir lo anterior equivaldría a sostener que todo pago es un hecho futuro e incierto, de manera que los derechos de crédito simplemente no existen sino que sólo son expectativas de cumplimiento. De hecho, llevado al extremo, implicaría sostener que el crédito sólo llegaría a ser tal en el brevísimo y efímero momento en que se ha cumplido. Evidentemente, un absurdo.

El acreedor subordinado ha incrementado el riesgo de insatisfacción del crédito para el evento en que aquél se hace más fuerte: la insolvencia. Pero este incremento no se traduce en el establecimiento de una condición suspensiva, sino que responde a las propias reglas de la prelación de créditos. En un lenguaje coloquial, bien podría sostenerse que el titular de un crédito inferior sólo tiene en el concurso una expectativa de cumplimiento, sujeta a la previa satisfacción del acreedor superior. Pero este lenguaje en nada se adecúa a los conceptos técnicos de “crédito” y “expectativas” en el plano jurídico.

Otro problema anunciado por la doctrina italiana supone resolver si el mutuo – fórmula más común de estructuración del crédito subordinado – puede estar sujeto a condición suspensiva sin desnaturalizar su esencia. En otras palabras, se preguntan si la tipicidad del mutuo es lo suficientemente elástica para admitir que su obligación principal – esto es, la restitución del *tantumdem* por parte del mutuario – se vea supeditada a un hecho incierto. Nos parece, siguiendo a PORTALE, que la respuesta debe ser negativa³⁸⁶. La restitución se articula como la obligación esencial del mutuario. Si esta obligación se sujeta a condición resultaría que el mutuante ha entregado ciertos fondos considerando la restitución como un evento incierto, escapando de la finalidad de cambio que explica esta clase de negocios.

Cabe advertir que en la construcción de los negocios de créditos el aplazamiento también constituye un elemento esencial. Aunque la definición legal de mutuo, tanto en el artículo 2.196 CCCh como en el artículo 1.740 CC (en este último, salvo por referencia al comodato), no contienen en su definición la idea del aplazamiento como parte integral del contrato, esta se deriva de su finalidad

³⁸⁶ PORTALE, 1983, p. 27.

económica³⁸⁷. Un acuerdo de entrega y reintegro simultáneo de especies cualitativa y cuantitativamente idénticas no tiene sentido. Pero el plazo consagra una idea de certeza de la que carece la condición (como se expresa en los artículos 1.113 y 1.125 CC), de tal suerte que el mutuario sabe que, llegado cierto día, recuperará el *tantumdem* de los bienes entregados. Y he ahí la lógica económica de la financiación por vía del mutuo, en el sentido que el mutuante está dispuesto a tal entrega bajo el convencimiento que será reintegrado, y - al menos en la lógica comercial-, que tal privación se verá remunerada mediante el pago de los correspondientes intereses. Al contrario, la sujeción a la incertidumbre de la condición altera la finalidad típica del contrato, de tal modo que su resultado se asemeja al de un contrato de carácter aleatorio.

2.2.2. Remisión condicional de la deuda

Se trata esta teoría de una solución bastante arraigada en el pensamiento alemán, que ha sido calificada incluso como ingeniosa por parte de la doctrina española³⁸⁸. Resulta de combinar la remisión con la condición resolutoria en los términos que se explican a continuación:

La condonación (artículos 1.187 y siguientes del CC y artículos 1.652 y siguientes del CCCh) no goza de definición legal, de modo que la doctrina se aproxima al concepto desde su sentido lógico, como el “perdón de la deuda” por parte del acreedor³⁸⁹. Pero la condonación no es suficiente para explicar, por sí sola, el fenómeno de la subordinación voluntaria. El acreedor no deja de ser tal producto de la posposición, sino que sólo ha degradado el crédito para el caso de concurrencia con otros acreedores. De ahí que la teoría debe acudir al complemento de la condición resolutoria. Conforme a ésta, pendiente esté la condición, el negocio jurídico al que le resulta accesoria producirá todas sus consecuencias como si fuere puro y simple, pero cumplida que ésta sea, cesarán todos sus efectos como si el negocio no hubiese existido jamás (artículo 1.113 CC).

³⁸⁷ El artículo 2.196 CCCh dispone que “*El mutuo o préstamo de consumo es un contrato en que una de las partes entrega a la otra cierta cantidad de cosas fungibles con cargo de restituir otras tantas del mismo género y calidad.*”

³⁸⁸ Vid. MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* 28 (1988), p. 161, citando a Jurgen DOHM; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 304, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 84.

³⁸⁹ De hecho, es en este sentido en el que debe entenderse la remisión desde la perspectiva del Derecho alemán, ordenamiento al que debemos hacer necesaria referencia en cuanto es tal doctrina la que mayoritariamente acude a esta figura para la explicación de la subordinación. Así, el § 397 BGB dispone que la obligación se extingue si el acreedor condona contractualmente al deudor (remisión propiamente tal) o si el acreedor reconoce contractualmente con el deudor que la obligación no existe (reconocimiento negativo de la deuda).

Reconduciendo esta estructura a la subordinación voluntaria, ello significaría que mientras no se consiga el pago de los créditos beneficiarios, los créditos subordinados dejarían de existir para todos los efectos sustantivos y procesales a que hubiese lugar. Al contrario, producido el hecho del que depende la condición – cual es el pago antes referido – la remisión quedaría sin efectos, de manera que el crédito subordinado renacería para ser pagado por parte de la administración concursal.

La idea de la remisión sujeta a condición resolutoria se asemeja enormemente a la del crédito sujeto a condición suspensiva³⁹⁰. A partir de ambas se logra un efecto similar: desconocer la existencia del crédito en el tiempo que media entre la apertura del concurso y la eventualidad de la extinción del crédito beneficiario. Sin embargo, la teoría que ahora tratamos va incluso un poco más allá, en tanto un crédito remitido, aún condicionalmente, no puede integrar la masa pasiva, de lo que se sigue que no podrá ser comunicado al concurso. De ello resulta su ventaja, especialmente en un sistema como el alemán, en tanto el crédito voluntariamente subordinado tampoco podrá ser considerado a efectos del cálculo del “sobreendeudamiento” del deudor. El mecanismo empleado, nos informa CAMPOBASSO, se denomina *Forderungsrücktritt*, y se ha entendido como el contrato por medio del cual un cierto acreedor acepta que sólo se verán pagados con el eventual saldo de la liquidación, posponiéndose entonces al resto de los acreedores³⁹¹. Por ello, y sin perjuicio de las críticas que apuntaremos a continuación, creemos justo tener presente el comentario de BERMEJO, quien advierte que “dicha construcción hay que entenderla a la vista de la utilidad que se da en Alemania a tal fenómeno de subordinación: salvar el *Überschuldung* o sobreendeudamiento en el que se encuentre una sociedad y eludir la apertura del concurso haciendo desaparecer parte del pasivo societario. Esto se consigue condonando relativamente determinados créditos. A tales efectos, los créditos así tratados sólo podrán ser reactivados cuando se haya dado satisfacción a todos los demás y quede algún remanente”³⁹².

³⁹⁰ Así, CAMPOBASSO, 1983, p. 360.

³⁹¹ CAMPOBASSO, 1983, p. 358. La subordinación conseguida mediante el señalado mecanismo no es el único medio propuesto por la práctica alemana en la superación del estado de sobreendeudamiento, pudiendo agregarse en tal categoría las iniciativas de reducción de capital, la renuncia a todo o parte de los créditos (generalmente por parte de acreedores relacionados), la subordinación legal de los préstamos sustitutivos de capital, etc. Vid. Philip HALEN (1984): “El Derecho concursal en Alemania”, en AA.VV., *Crisis Económica y Derecho Concursal*, Consejo General de Colegios de Economistas de España, Madrid, pp. 19 – 24.

³⁹² BERMEJO, 2002, pp. 442 y 443. Téngase especialmente presente a este respecto que, conforme al § 19 *InsO*, la apertura del concurso no sólo tiene como causa la incapacidad de pago (actual o potencial, de acuerdo a los §§ 17 y 18 *InsO*), sino también el sobreendeudamiento, esto es, cuando los activos que posee el deudor no son capaces de cubrir sus obligaciones de pago existentes. De este modo, mediante el expediente de la remisión condicional del crédito se logra que tales obligaciones no sean computables a efectos del cálculo del sobreendeudamiento. Las discusiones doctrinales sobre este punto pueden consultarse a Walther HADDING (1983): “Il problema dei fondi propri nell’ordinamento creditizio della Germania Federale e dell’Austria”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, pp. 128 – 129, y VANONI, 2000, pp. 43 y 44. Más ajustados a las discusiones sobre si, con posterioridad a la *InsO*,

En los demás sistemas en los que hemos centrado nuestra atención, una *primera crítica* se hace evidente: si la remisión de la deuda implica su extinción, mientras no opere la condición resolutoria el crédito subordinado simplemente no existiría. Ello implicaría, desde un punto de vista jurídico, que tal crédito carece del carácter de “crédito concursal”, y, más importante aún, que el crédito carece de existencia³⁹³. Consecuencia de ello es que, al no formar parte de la masa pasiva, la administración concursal no pueda tomarlos en consideración al preparar la nómina de acreedores. Podría sostenerse, no sin cierta dificultad, que esta circunstancia cabe dentro de los supuestos especiales del artículo 87 LC. Sin embargo, debe desecharse su tratamiento dentro del primer numeral dado que no se trataría de un crédito sujeto a condición resolutoria, en tanto ésta no afecta propiamente al crédito, sino a su remisión. Debería sostenerse, en cambio, que resulta aplicable el numeral tercero, para lo cual es necesario argumentar que la condición resolutoria para la remisión, pasa a ser suspensiva para el crédito. De tal suerte, el crédito sería reconocido en el concurso como contingente, admitiéndose al acreedor subordinado como acreedor legitimado en el juicio sin más limitaciones que la suspensión de los derechos de adhesión, de voto y de cobro. Decimos que la asimilación entre el supuesto señalado y el crédito subordinado es dificultoso ya que el cumplimiento de la condición (sea resolutoria o suspensiva) tiene efectos retroactivos en los términos del artículo 1.120 CC, de lo que resultaría que el crédito subordinado renacería en todo su vigor y cuantía, lo que claramente no se ajusta a los intereses jurídicos y económicos de las partes.

Sin embargo, creemos que el problema de este planteamiento es que éste no se cohonesto ni con el fin de los particulares al momento de concertar la subordinación voluntaria ni con el régimen que los ordenamientos jurídicos conceden a los créditos subordinados. De hecho, el propio artículo 89.1 LC establece expresamente que “*Los créditos incluidos en la lista de acreedores se clasificarán, a efectos del concurso, en privilegiados, ordinarios y subordinados*”³⁹⁴. Por su parte, su carácter de crédito concursal posibilita que sus titulares tengan una cierta participación en el concurso (aunque menor en el caso de la legislación española), principalmente en la solicitud de su apertura, en la petición de medidas conservativas, en la adopción de ciertas decisiones, en la impugnación de créditos, etc.

puede seguir empleándose el mecanismo de la subordinación para los fines antes propuestos, *vid.* KIRCHHOF, 2001, p. 835, y FERRE, 2006, pp. 103 y ss.

³⁹³ Así, SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 84.

³⁹⁴ Si bien la legislación concursal chilena no tiene una norma específica sobre el particular, igual resultado se deduce de las normas que tienen relación con la verificación e impugnación del crédito subordinado. Así, el artículo 147 del Libro IV del CComCh dispone que: “*Para su eficacia, la subordinación deberá ser alegada al momento de la verificación del crédito por parte del acreedor beneficiario o bien notificarse al síndico, si se establece en una fecha posterior.*” Por su parte, el artículo 137 del Libro IV del CComCh dispone que: “*En el caso de los créditos subordinados, las demandas de impugnación relacionadas con tal subordinación sólo podrán ser deducidas entre los acreedores a quienes afecta la respectiva subordinación.*”

Un *segundo problema* se relaciona con la necesidad o no del consentimiento del deudor para que la remisión produzca sus efectos, tema extensamente debatido a nivel doctrinal³⁹⁵. A modo de ejemplo, y en el entendido que un análisis de esta cuestión rebasa el ámbito del presente trabajo, es posible confrontar ideas como las de ALBALADEJO, para quien el acto tiene el carácter de una renuncia, por lo que se ciñe a su estricta unilateralidad, haciendo aplicables los términos del artículo 6.2 CC³⁹⁶; con las planteadas por CASTÁN, para quien el Código sujeta la remisión expresamente a las formas de la donación (artículo 1.187 CC), y, por consiguiente, a la necesidad de aceptación (artículos 618 y 692 CC)³⁹⁷. Por su parte, en Chile el problema ha causado cierta confusión: CLARO SOLAR define a la remisión como “la renuncia que el acreedor hace de sus derechos en beneficio del deudor”, pero agrega posteriormente que “si la remisión es a título gratuito, también debe consentir el deudor, porque la remisión es una donación (art. 1397); y la donación es también un contrato. La remisión hecha por el acreedor sólo es una simple oferta que el deudor debe aceptar...”³⁹⁸ En idéntico sentido se pronuncian ALESSANDRI y SOMARRIVA, para quienes la remisión “constituye la renuncia a su derecho que efectúa el acreedor”, recalando, sin embargo, que la condonación tiene el carácter de convencional, requiriendo por tanto del acuerdo de voluntades entre el acreedor y el deudor³⁹⁹.

Esta cuestión no sólo tiene importancia para señalar el momento del perfeccionamiento de la remisión, sino también para averiguar sobre su revocabilidad. Así, si se le considerase como un negocio unilateral, la remisión sería irrevocable tan pronto sea manifestada por el acreedor. Si fuere bilateral, podría ser revocada en todo el tiempo anterior a la perfección del consentimiento⁴⁰⁰. Sin embargo, bien puede sostenerse que, de sujetar a la remisión a una condición resolutoria, aún cuando se tratase de un negocio jurídico unilateral, la voluntad del deudor puede ser necesaria si se toma en cuenta que, por la ocurrencia del hecho subyacente a la condición, puede resultar que éste podría pasar a estar nuevamente obligado. Si se considera que la remisión extingue la obligación, mas la condición resolutoria la hace renacer, es

³⁹⁵ Para un resumen de las diferentes respuestas doctrinales, puede consultarse a Francisco de Asís SANCHO REBULLIDA (1978): “Naturaleza jurídica de la condonación”, en *Estudios de Derecho Civil I*, Eunsa, Pamplona, pp. 195 y ss.

³⁹⁶ Manuel ALBALADEJO GARCÍA (2004): *Derecho Civil. Derecho de las Obligaciones*, Décimo segunda edición, Edisofer, Madrid, p. 306.

³⁹⁷ José CASTÁN TOBEÑAS (1992): *Derecho Civil Español, Común y Foral. Derecho de Obligaciones*, Décimo sexta edición revisada y puesta al día por Gabriel García Cantero, Reus, Madrid, p. 462.

³⁹⁸ Luis CLARO SOLAR (1979): *Explicaciones de Derecho Civil Chileno y Comparado. De las Obligaciones*, T. XII, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, pp. 470 y 471.

³⁹⁹ Arturo ALESSANDRI RODRÍGUEZ y Manuel SOMARRIVA UNDURRAGA (sin fecha): *Curso de Derecho Civil, De las Obligaciones*, T. III, redactado y puesto al día por Antonio Vodanovic, Editorial Nascimento, Santiago de Chile. Disponible en: www.bcn.cl/bibliodigital/dhisto/libroderecho (consultada el 20 de junio de 2010).

⁴⁰⁰ SANCHO REBULLIDA, 1978, pp. 203 y ss.

atendible la consideración que el deudor no sólo tenga conocimiento, sino que preste su voluntad a dicha estructura, a fin de aceptar la posibilidad de tal resurgimiento.

El problema resulta de que, del análisis de los diversos tipos de subordinación, no siempre es necesaria la concurrencia del deudor. Al igual que los privilegios, la subordinación resulta en relaciones entre acreedores en los que el deudor tiene escasa, por no decir, nula participación. Así, siempre será necesario el establecimiento de fórmulas para poner la subordinación en conocimiento del tribunal competente - sea en el ámbito de un procedimiento concursal o de ejecución singular-, cuestión que ya no le interesa al deudor por tratarse de un conflicto sólo referido a los acreedores⁴⁰¹.

Un *tercer problema* se refiere al hecho de si la remisión puede o no estar sujeta a una condición resolutoria⁴⁰². La condonación provoca la extinción de la obligación dada la intención liberatoria del acreedor. Sin embargo, considérese que la condición resolutoria también debe entenderse como un modo de extinguir el crédito⁴⁰³. Por ello parece extraño que, por medio de su establecimiento, se produzca un efecto contrario a la extinción, como es la del (re)surgimiento de un derecho y de su correlativa obligación. Ello implicaría que la condición resolutoria, más que un modo de extinguir obligaciones, podría configurarse como su fuente, lo que resulta del todo extraño a su naturaleza. Sobre el particular, téngase presente la siguiente paradoja en el caso de la subordinación originaria: de seguir el planteamiento de la remisión, resultaría que todos los créditos subordinados nacen extinguidos, cuestión que no se ajusta con los criterios más básicos del Derecho de las obligaciones. Las obligaciones nacen para ser cumplidas, principalmente por medio del pago, de lo cual resulta que, de nacer extinguidas, nunca ha existido propiamente obligación.

Una *última cuestión* se relaciona con las consecuencias jurídicas de la condición resolutoria: conforme al artículo 1.120 CC, el cumplimiento de la condición tiene

⁴⁰¹ En sentido similar, en los casos en que se ha concluido un negocio de modificación del rango hipotecario, no es necesario el consentimiento del dueño de la finca gravada (general, aunque no necesariamente, el deudor). Como señalan CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, pp. 997 y 998, "... dado que la misma [la finca] está gravada con los dos derechos, es indiferente para el dueño el orden en que se encuentren...", criterio que ya había sido expuesto por la Resolución de la DGNR de 5 de febrero de 1915, al resolver que "Si para la cesión del crédito hipotecario no se necesita del consentimiento del deudor, menos puede exigirse el expreso para alterar la prelación de los distintos créditos o para establecer la posición relativa de los distintos derechos reales..." (transcripción obtenida de la obra de RAMÓN DE LA RICA Y ARENAL (1948): *Comentarios al Nuevo Reglamento Hipotecario*, Publicaciones del Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad, Madrid, p. 280).

⁴⁰² Vid. SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 84.

⁴⁰³ Carácter que es reconocido por los ordenamientos sea de modo directo, como en el artículo 1.567, No. 9 CCCh, sea de modo indirecto, como en el caso del Derecho español, que si bien no la incluye en el catálogo del artículo 1.156 CC, se infiere de los términos del artículo 1.114 del mismo cuerpo legal.

efectos retroactivos, sea ésta suspensiva o resolutoria⁴⁰⁴. En lo que nos interesa, la ocurrencia del hecho subyacente a la condición implicaría que la remisión jamás existió, retrotrayendo a las partes al estado al que se encontraban antes de la subordinación. Significa lo anterior que, producido el pago íntegro a los acreedores beneficiarios, la consecuencia será el renacimiento del crédito. Pero ello no ocurrirá *ex nunc* desde el momento de dicho pago, sino que deberá entenderse que el crédito ha existido desde la época de su constitución, y no como crédito subordinado, sino como ordinario⁴⁰⁵. De tal suerte, el acreedor antes subordinado dejaría de serlo, pudiendo instar al pago proporcional de su crédito conjuntamente con los acreedores beneficiarios, objetando los pagos que se hicieran con exclusión de su crédito. El resultado no podría ser más opuesto que aquél que las partes tuvieron a la vista al momento de configurar la subordinación, y, si bien lo extremo de estas consecuencias pueden estimarse exageradas, se hacen presentes para dar a conocer los perniciosos resultados a los que se llega haciendo uso de una teoría tan alambicada para justificar los negocios de subordinación.

En definitiva, esta teoría puede desarticularse dado que a nuestro juicio se funda sobre dos bases erradas:

- (i) Respecto a la *condonación*, el acreedor subordinado no desea, ni en lo más mínimo, renunciar a su crédito, sino que acude a la subordinación para obtener una mayor rentabilidad o como una forma de suministrar nuevos recursos al deudor a efectos de poder obtener el cobro de su crédito⁴⁰⁶. En caso de producirse igualmente el concurso del deudor y no

⁴⁰⁴ Aún cuando el CCCh no dispone lo anterior de manera expresa, la mayor parte de la doctrina ha llegado a igual conclusión en aplicación de las normas generales del Derecho, sin perjuicio que dicha consideración no sea unánimemente recogida, sino moderada por la jurisprudencia. Sobre el particular, la SCA de Concepción, de 30 de septiembre de 1983 (RDJ6334, MJJ6334): “Por lo demás, y a mayor abundamiento, es bueno agregar, para terminar este aspecto, que en nuestro país no se puede sostener que el efecto retroactivo de la condición sea una regla absoluta, dado que hay numerosas normas que en forma incontrovertible establecen lo contrario, v. gr. 1488, 1486, 1490 y 1491, etc.” En sentido inverso, y refiriéndose indirectamente a dicho efecto retroactivo a modo de confrontarlo con las consecuencias de la resolución en los contratos de tracto sucesivo, la SCA de Santiago, de fecha 5 de septiembre de 2001 (RDJ7259, MJJ7259), expone que: “Sin embargo, su especial naturaleza impide que la resolución tenga el efecto retroactivo propio de los contratos destinados a producir efectos jurídicos inmediatos, lo que significaría borrar las etapas cumplidas y reponer las cosas al estado anterior a su celebración, lo cual carece de sentido y violenta el principio de equidad que inspira la modalidad de que se trata.”

Obsérvese también que, una norma como la española también es recogida en el *BGB*, conforme da cuenta su § 157, cuestión que no parece detener a la doctrina al calificar la subordinación voluntaria como remisión condicional.

⁴⁰⁵ Lo anterior, a menos que se haya excluido la regla legal que dispone la retroactividad, de manera que las partes hayan aceptado que los efectos el negocio se producirán *ex tunc*. La disponibilidad de estas normas es puesta de manifiesto por ALBALADEJO, *RDN* 3 (1957), p. 75.

⁴⁰⁶ Así, MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* 28 (1988), p. 162.

lograrse el pago íntegro de los créditos beneficiarios, el efecto de la falta de pago al acreedor subordinado no será consecuencia de una remisión de la deuda, sino de los supuestos más básicos de un orden de la prelación de créditos⁴⁰⁷; y

- (ii) Respecto a la *condición resolutoria*, el recurso a la condonación condicional parece partir de la base que el hecho subyacente a la condición nunca ocurrirá. Sólo si del concurso no resulta un remanente una vez satisfechos los créditos beneficiados, la figura de la remisión puede tener sentido. Parece extraño basar una teoría esperando que no tenga lugar el hecho en el que consiste la condición, sin asumir los efectos que se producirían como resultado de su efectiva ocurrencia.

Es en razón de todas estas críticas que se ha planteado la variante de la remisión sujeta a condición suspensiva⁴⁰⁸. En este sentido, el hecho del que depende la remisión será el incumplimiento o pago parcial de los créditos beneficiarios. De este modo, de no alcanzar los fondos para el pago de los créditos beneficiarios, operará la condición de manera que los créditos subordinados resultarán remitidos, aminorando, en consecuencia, el monto de la masa pasiva. Al contrario, si los créditos beneficiarios son extinguidos en su integridad, la condición suspensiva habría fallado, de manera que los créditos subordinados mantienen su completa vigencia⁴⁰⁹. A la larga, la remisión sujeta a condición suspensiva se acerca a la idea de un crédito sujeto a condición resolutoria.

Algún autor ha criticado esta posibilidad en el sentido de que acreedor subordinado y deudor podrían modificar los términos de esta condición, perjudicando la posición del acreedor beneficiario⁴¹⁰. El problema se traduciría en que – no siendo éste parte del acuerdo que inserta la remisión condicional – el deudor y el acreedor subordinado pueden dejar sin efecto la cláusula de subordinación sin siquiera consultar al acreedor beneficiario. No obstante, creemos que esta crítica es predicable de todas las teorías que pretenden conceder algún cariz contractual a la subordinación voluntaria. Si el acreedor beneficiario no es parte del acuerdo, sea que se configure como un crédito o una remisión condicional, siempre podrá revocarse por parte de

⁴⁰⁷ Aunque referido a la posposición de hipotecas, ya nos señala Buenaventura CAMY SÁNCHEZ-CAÑETE (1971): *Comentarios a la Legislación Hipotecaria*, Vol. IV, Aranzadi, Pamplona, pp. 916 y 917, que “A los efectos de los derechos reales posteriores en orden al pospuesto, la posposición opera en forma similar a una cancelación, pero sin que realmente ésta sea tal en orden a la capacidad para posponer, ya que el posponente no extingue su derecho, sino que solamente lo coloca en un lugar posterior.”

⁴⁰⁸ PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p. 4. En cierto modo, FERRARA JR. / BORGIOI, 1995, p. 207 (nota 2), para quien la subordinación siempre envuelve una renuncia eventual del residuo.

⁴⁰⁹ Vid. SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 85.

⁴¹⁰ SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 85.

quienes aparecen vinculados al mismo. Esta cuestión se acentúa, por cierto, al tratar de los supuestos de subordinación general, estructuras en las que – por su naturaleza – los acreedores beneficiarios no forman parte de las negociaciones, pero no necesariamente así en la subordinación particular, que típicamente se configura bajo la idea de un negocio tripartito.

El principal problema que presentaría esta alternativa, a nuestro juicio, es que el hecho de la remisión sólo podría conocerse al tiempo de la satisfacción de los créditos beneficiarios, de manera que con anterioridad a ella todos los créditos deberían ser considerados como ordinarios. Esto produce dificultades en cuanto se produce un choque con las reglas de los ordenamientos jurídicos que reconocen un régimen completamente diferente para el crédito voluntariamente subordinado (especialmente, los sistemas alemán y español).

2.2.3. *Pactum de non petendo*

Si bien el *pactum de non petendo ad tempus* se asimila regularmente al otorgamiento de un “plazo de gracia”⁴¹¹, se utiliza a fin de justificar la subordinación voluntaria principalmente para escapar de las dificultades técnicas que provoca la idea de la condición suspensiva⁴¹². Ya hemos dado cuenta de las discusiones de la doctrina italiana respecto a si la sujeción del mutuo (u otras fórmulas de financiación) a una condición suspensiva alteran o no su naturaleza, y para el caso de optar por la afirmativa, se recurre a la idea del “pacto de no pedir” a efectos de resolver el escollo. Ello porque si la condición logra desvirtuar la naturaleza del mutuo, forma tradicional del contrato que da origen al crédito que resultará subordinado, la sujeción a un término no consigue igual efecto. De hecho, quienes abogan por esta teoría suponen un *pactum de non petendo ad tempus*, que no es más que una espera, o una concesión de un término para el cumplimiento de la obligación⁴¹³. Así, el mutuo sujeto a un término es indudable e inevitablemente un mutuo, no sólo sin alterar su naturaleza, sino reforzándola por la evidente exigencia de que los fondos recibidos sean restituidos en momento diverso al de la constitución del contrato.

⁴¹¹ Se niega entonces su justificación como una “renuncia a la acción” - diferente a la “renuncia al derecho”-, por las dificultades técnicas que implica sostener la existencia de un crédito carente de acción para su cumplimiento. En este sentido, *vid.* Giovanni DE CRISTOFANO (1996): “Il pactum de non petendo nelle esperienze giuridiche tedesca e italiana”, *RDCiv*, Año XLII, Primera parte, pp. 395 y ss.

⁴¹² *Vid.* VANONI, 2000, p. 65.

⁴¹³ *Vid.* Francesco RUSCELLO (1976): “Pactum de non petendo e vicenda modificativa del rapporto obbligatorio”, *RDCiv*, Año XXII, Segunda parte, p. 206, para quien el *pactum de non petendum ad tempus* se reconduce necesariamente en una dilación; y Encarna SERNA MEROÑO (1987): “Comentario a la sentencia de 14 de septiembre de 1987”, *CCJC*, No. 15, p. 5.002, al concluir que: “En el *pactum* no se produce el efecto liberatorio del deudor y extintivo de la relación obligatoria, sino que se produce un efecto dilatorio en el pago de la deuda, que puede ser temporal o indefinido en atención a que el acreedor no puede hacerla efectiva en su totalidad debido a la necesidad de armonizar sus derechos con los del resto de los acreedores.”

Veremos a continuación de qué manera esta explicación efectivamente logra derribar las críticas antes señaladas, pero yerra – a nuestro juicio – en la concesión de un efecto dilatorio a lo que ni el deudor ni los acreedores quieren propiamente postergar⁴¹⁴. Conforme a lo anterior, el *pactum de non petendo ad tempus* parece intentar ofrecer una explicación a los supuestos que hemos denominado como “subordinación completa”. En los denominados “acuerdos de subordinación” usualmente el acreedor se compromete a no exigir el pago de la deuda en tanto el crédito beneficiario no se encuentre totalmente extinguido, mientras el deudor se obliga a no efectuar el pago sino hasta verificada igual circunstancia. Pero hemos visto en el marco de los “acuerdos de postergación” que, a diferencia de la configuración normal de esta clase de pactos, el plazo no está establecido en beneficio del deudor, sino a favor de un tercero (*supra*, Capítulo I, 2.1).

Para entender esta teoría, primero debe formularse una breve explicación de lo que este *pactum* significa. La idea básica parte de una distinción con lo que es propiamente una remisión de la deuda, concebida bajo la idea de un perdón permanente, la destrucción definitiva del vínculo obligatorio atendida la liberalidad del acreedor. Diferente es el compromiso que asume el acreedor de no exigir el cumplimiento de la obligación, sea por un tiempo o sea definitivamente, pacto que no la destruye sino que sólo la adormece. Procesalmente también se articulan de modos diferentes, en tanto la remisión opera como una *excepción perentoria*, habida cuenta de la destrucción del vínculo, mientras el *pactum de non petendo ad tempus* como una mera *excepción dilatoria* que acepta la existencia de la obligación, pero objeta la oportunidad del cobro⁴¹⁵.

Esta distinción también se refleja en el contexto histórico. La doctrina romanista suele distinguir la figura de la *acceptilatio* del *pactum de non petendo*. La primera, se encuentra recogida en el Digesto 46, 4, 1, entendiéndose como la liberación por medio de mutua interrogación, dando la idea de convención liberatoria. El Digesto 46, 4, 23, admite una segunda modalidad de *acceptilatio*, agregando que “*quedan libres de la obligación ambas partes mediante la aceptilación, aunque ésta haya mediado solamente por una de las partes*”, acercándose al concepto de renuncia unilateral⁴¹⁶. Por su parte, el *pactum de non petendo* se configura sin las formalidades de la *acceptilatio*, dando únicamente lugar a una *exceptio pacti* para el caso que el acreedor intentare igualmente una acción

⁴¹⁴ De hecho, como agrega HALEN, 1984, p. 23, si la renuncia al pago actual de la deuda sirve únicamente para una postergación temporal del pago, no se cumple con la finalidad del negocio en la esfera del Derecho concursal alemán. El crédito meramente postergado se mantendrá en el balance y no cooperará en la desaparición del estado de sobreendeudamiento.

⁴¹⁵ El *pactum de non petendo*, nos informa ORLANDINI, 2000, p. 14, tiene – como también tenía en el Derecho romano-, la intención de paralizar la pretensión del acreedor, provocando el rechazo de la demanda, y ello mediante el ejercicio de la correspondiente excepción.

⁴¹⁶ Se han utilizado las traducciones empleadas por Cristina FUENTESECA (2003): *La Condonación de Deudas*, Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid, pp. 161 y ss.

de cobro⁴¹⁷. Las Siete Partidas de Alfonso X siguen esta vertiente en términos de disponer “*E quitamiento es, quando fazen pleyto al deudor, de nunca demandar lo quel deuia, e le quitan el debto aquellos que lo pueden fazer*”⁴¹⁸. Nos señala FLORENSA que “... en España, la remisión conocida hasta la nueva codificación con el nombre de pacto o promesa de no pedir; a éste se le dio ambivalencia, es decir, podía consistir tanto en el pacto o promesa de no pedir que hoy conocemos, no extintivo de la obligación, como en la remisión que hoy conocemos, con efectos extintivos”⁴¹⁹.

De lo anterior resulta que actualmente el *pactum de non petendo* no significa – pese a la sugerencia de su denominación – el simple compromiso del acreedor a no ejercer las acciones de cobro⁴²⁰. Como tampoco se refiere a la liberación del deudor por medio de la extinción de la obligación⁴²¹. Al contrario, implica necesariamente la inexigibilidad actual del crédito, para lo cual basta referirse a la idea de la dilación mediante el establecimiento de un término suspensivo. Este pacto, por tanto, si bien tiene caracteres similares a la remisión de deudas, especialmente si se trata de un *pactum de non petendo in perpetuum*, no redundaría en la condonación, por lo que podría utilizarse con mayor cercanía a la explicación de la naturaleza jurídica de la

⁴¹⁷ Vid. CLARO SOLAR, 1979, p. 475. Del tratamiento de este *pactum* también da cuenta la compilación justiniana en pasajes como en el Digesto 2, 14, 7, 8 al indicar “*unos pactos afectan a la cosa, otros a la persona. Afectan a la cosa, siempre que en general pacto que no pediré; a la persona, siempre que pacto que no pediré a una persona...*”; y en el Digesto 2, 14, 21, 3, relativo a la “*hija de familia que pacta que no ejercerá la acción de dote, cuando hubiere comenzado a ser dueña de sí misma.*”

⁴¹⁸ Partida V, Título XIV, Ley 1.

⁴¹⁹ Carles Enric FLORENSA I TOMÁS (1996): *La Condonación de la Deuda en el Código Civil*, Civitas, Madrid, p. 74.

⁴²⁰ En contra, SANCHO REBULLIDA, 1978, pp. 211 y 212. Creemos, no obstante, que una justificación contractual provocaría una contradicción insubsanable: el deudor estaría obligado al cumplimiento de un crédito, y, al mismo tiempo, tendría el derecho a exigir que éste no pueda ser exigido. Así, DE CRISTOFARO, 1996, pp. 395 y ss., y ORLANDINI, 2000, pp. 14 y ss.

⁴²¹ Téngase en cuenta especialmente que el artículo 144 de la Ley Hipotecaria se refiere expresamente al pacto o promesa de no pedir, y no propiamente a la condonación, en el contexto de la necesidad de publicidad (constancia en el Registro) de los hechos que puedan modificar o destruir la eficacia de una obligación hipotecaria anterior. En contrario, un tratamiento unitario de la remisión de la deuda y el *pactum* podría sustentarse en el contenido del artículo 1.188 CC, al disponer, como forma de remisión tácita, que “*La entrega del documento privado justificativo de un crédito, hecha voluntariamente por el acreedor al deudor, implica la renuncia a la acción que el primer tenía contra el segundo*” (el subrayado es nuestro). Sin embargo, SANCHO REBULLIDA, 1978, p. 191 es de la opinión que el citado artículo emplea impropia la expresión “renuncia a la acción” como equivalente a la “renuncia al derecho”.

En razón de lo anterior, no estimamos aplicables las críticas que parte de la doctrina italiana alzó contra esta construcción en el sentido que la figura del *pactum de non petendo* no tendría una sustancia propia diferenciable de la remisión de deuda. Vid. CAMPOBASSO, 1983, pp. 360 y 361. En contra, y haciendo referencia a los argumentos otorgados por una doctrina italiana más moderna, se expresa VANONI, 2000, pp. 45 y 46.

subordinación voluntaria, superando las críticas relativas a que el acreedor en nada quiere extinguir la deuda producto de dicha posposición⁴²².

En lo relativo a las críticas que la doctrina ha ofrecido respecto a esta solución, cabe considerar – previamente – que ellas pueden derivar de un entendimiento diferente de lo que hemos expresado constituye a nuestro juicio la naturaleza de este *pactum*. Así, FERNÁNDEZ DEL POZO sostiene que el *pactum de non petendo* temporal implicaría que el objeto de la declaración de voluntad abdicativa no es otro que el abandono del interés de la defensa o de la tutela jurisdiccional del derecho al cobro al crédito subordinado, cuestión que nos traslada a la idea de la renuncia de la acción⁴²³. Y de aquí surgiría una *primera crítica*: el acreedor subordinado no se despoja de la acción de cobro, y, de hecho, los sistemas español y chileno no le privan de la posibilidad de comunicar sus créditos en el concurso. Otra cosa será el momento preciso en que se llevará a efectos su pago. Volvemos así a la comparación que recurrentemente hacemos con las demás formas de coordinación del conflicto de intereses de los acreedores. El acreedor ordinario – aun conociendo de la existencia de los créditos preferentes – en nada posterga temporalmente su derecho de cobro. Asume una menor posibilidad del mismo, pero ello sólo por efecto del orden de prelación legalmente establecido. En el crédito voluntariamente subordinado ocurre otro tanto, aunque en este caso el debilitamiento no depende de una decisión legislativa, sino de una opción tomada por el propio acreedor pospuesto.

En *segundo término*, FERNÁNDEZ DEL POZO agrega que “... como advierte la doctrina francesa, el incumplimiento del pacto mediante el pago a acreedor distinto del beneficiario no es origen sino de responsabilidad contractual, pero no convierte en atacable dicho reembolso”⁴²⁴. La idea de la indemnización de perjuicios reconduce al *pactum de non petendo* al de una obligación de carácter negativo asumida por el acreedor subordinado. Así, cuando el acreedor subordinado infringe esta obligación mediante el cobro de la deuda, resultará que el acreedor beneficiario no podrá impedir la eficacia del pago, que, habiendo sido ejecutado conforme a Derecho, tendrá el carácter de liberatorio. Ello significaría el desamparo del interés del acreedor beneficiario, y, por tanto, la frustración de la finalidad del negocio de subordinación.

⁴²² En este sentido, cabe tener presente la STS 21 diciembre de 2000 (RJ 2000\9176) según la cual “Esta Sala considera que el contenido de la indicada respuesta del actor en el acto de la confesión judicial ha de calificarse como un acuerdo transaccional entre éste y su hijo don Francisco Javier cuyo contenido no consta, pero cuya apariencia es la de un pacto de «non petendo» por el que el acreedor se obliga frente a uno solo de los dos deudores solidarios a no exigirle la efectividad de la obligación, pero que no produce la remisión de la deuda, la cual sigue viva al no perdonar o liberar su cumplimiento, y, en tal caso, el acreedor podrá dirigirse contra ambos en exigencia de la satisfacción íntegra de la misma, si bien quien pague tendrá derecho de regreso contra el beneficiado por el pacto.”

⁴²³ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 304.

⁴²⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 304.

En consecuencia, la aproximación de la idea de subordinación a la de *pactum de non petendo* envuelve un riesgo. Como señala SANCHO REBULLIDA, citando a SOHM, sus efectos pueden ser revocados mediante un pacto de contenido inverso, o, incluso, por el sólo pago anticipado del crédito aceptado por el deudor y el acreedor⁴²⁵. Esta cuestión puede causar estragos en un negocio de subordinación, sobre todo en los casos en los que el beneficiario no es parte del citado pacto, como ocurre en todas las fórmulas de subordinación general. Ello porque, de admitirse la posibilidad de revocación, resultaría que los beneficios económicos asociados a la subordinación general (principalmente, la asimilación económica al capital de la empresa) no serían lo suficientemente contundentes para la valoración del riesgo del resto de los acreedores. Aún cuando estas ideas se han desarrollado con mayor precisión al reconducir a la subordinación voluntaria a la figura de la estipulación a favor de terceros - cuestión que retomaremos *infra*, Capítulo III, 2.4.2 -, damos cuenta preliminarmente de la misma en tanto se trata de un asunto que normalmente se omite en su articulación como *pactum de non petendo*.

2.3. *Teorías basadas en la posición del crédito beneficiario respecto al crédito subordinado*

Si en el Derecho alemán y en el italiano han triunfado las teorías que fundamentan la subordinación voluntaria en alguna suerte de modalidad suspensiva (o remisión sujeta a modalidad resolutoria), las teorías que estudiaremos a continuación han tenido su mayor éxito en el Derecho español. Creemos que lo anterior no se recibe con un máximo convencimiento doctrinal, sino principalmente por las coincidencias que existen entre esta clase de posposición con figuras que son reconocidas por el ordenamiento jurídico, aunque con ciertas y - pretendemos comprobar - importantes variaciones. Y decimos lo anterior porque, en realidad, la configuración técnica de los “negocios de rango” no ha destacado por ser expuesta a un estudio profundo por parte de la doctrina (más allá de sus requisitos y referencia a la autonomía privada)⁴²⁶, y porque en la idea del “privilegio convencional” se trasluce una clara antinomia conceptual.

En este caso, lo que se pretende explicar es cómo el acreedor beneficiario ha obtenido una mejor posición que el acreedor subordinado. Y, dado que se trata de una subordinación voluntaria, se justifica por medio de un negocio jurídico que logra tal consecuencia. La idea de “negociación del rango” lo hace desde la perspectiva del negocio que tendrá por efecto el mejor posicionamiento de uno de los acreedores en desmedro de otro, mientras que el “privilegio convencional” se centrará precisamente en el efecto que se produce con motivo del negocio de subordinación.

⁴²⁵ SANCHO REBULLIDA, 1978, p. 185.

⁴²⁶ Con las notables excepciones de las obras de DE REINA, 2002, pp. 119 – 213 (con ciertas actualizaciones en Gabriel de REINA TARTIÈRE (2009): “El negocio sobre el rango hipotecario”, *Revista Jurídica del Notariado*, No. 72, pp. 345 – 416), y, en menor medida, de ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, pp. 404 – 428.

Así, la idea de la “negociación del rango” pretende aproximar la figura a los mecanismos de posposición de hipotecas a las que nos hemos referido previamente (*supra*, Capítulo I, 2.2)⁴²⁷. La variación, en este punto, consiste en admitir la posibilidad de negociar la posición del crédito no sólo respecto de aquéllos que – como los créditos hipotecarios – se sujetan en su graduación a la lógica de los derechos reales (exclusividad, publicidad, temporalidad), sino también de toda clase de créditos, incluidos, por supuesto, los ordinarios. Solución ésta que parece muy atractiva en tanto las motivaciones económicas de la posposición de hipoteca se asemejan enormemente, al menos, a la subordinación particular, y útil, en tanto la doctrina ha avanzado algo más en su fisonomía – aunque no demasiado – que en los negocios de subordinación de los créditos ordinarios.

Por su parte, la idea del “privilegio convencional” parte de la premisa de que, con motivo del negocio de subordinación, el acreedor beneficiario recibe una mejor posición en la escala de graduación que puede reconducirse a la idea del privilegio. No habría diferencia práctica, entonces, en la relación existente entre un acreedor privilegiado con uno ordinario respecto de la que se genera entre un acreedor ordinario y uno subordinado. Ambos mecanismos, suponiendo graduación de créditos, se comportarían económicamente de la misma manera, al menos desde el punto de vista del acreedor beneficiario. Pero ya hemos visto que el principio de legalidad que rige en materia de privilegios obstará esta solución, por lo que estimamos necesario su inmediato rechazo (*supra*, Capítulo II, 3.2). Sin embargo, no puede dejar de observarse que, en sus efectos económicos, es indudable que el acreedor beneficiario ha obtenido una ventaja, una garantía y un mejor derecho al cobro con respecto al acreedor subordinado. Pero esta constatación económica no puede hacer uso de un concepto jurídico eminentemente técnico. La idea de “privilegio convencional”, por tanto, puede aceptarse únicamente en una conceptualización atécnica o vulgar.

Pero pese a las críticas que hemos formulado y formularemos al respecto, estimamos que este acercamiento da un paso adelante respecto de las anteriores teorías, tan centradas en la idea de temporalidad y aplazamiento, situando el centro de la cuestión en el ámbito de actuación que nos parece verdaderamente relevante. Una y otra teoría enfrentan la relación entre acreedores en la órbita de la prelación de créditos, o, propiamente, en la forma de coordinar los derechos de los acreedores en conflicto. Pero en este paso adicional se cometen ciertas impropiedades que podemos anticipar brevemente por medio de las siguientes preguntas: ¿Qué rango posee el crédito ordinario si éste se califica propiamente como el crédito carente de derechos o facultades adicionales? ¿Qué valor tiene el principio de legalidad de las preferencias si se admite, llanamente, la posibilidad de establecer privilegios convencionales? A

⁴²⁷ Cabe destacar, sin embargo, que la legislación y doctrina alemana se refieren al crédito subordinado con el concepto de *nachrangige Verbindlichkeiten* (propiamente, obligaciones de rango posterior).

ambas cuestiones nos hemos referido en los capítulos precedentes ante la necesidad de circunscribir correctamente el fenómeno de la subordinación voluntaria, por lo que en los apartados siguientes desarrollaremos algo más lo que ya hemos anticipado, remitiéndonos – en lo pertinente - a lo ya explicado en sus planteamientos generales.

2.3.1. *Negociación del rango*

Esta teoría pretende hacer coincidentes los negocios de posposición de rango con la subordinación voluntaria de créditos. De este modo, no existiría diferencia entre el supuesto en que el titular de un crédito fortalecido con un derecho real de garantía – basado en el *principio del prior tempore, potior iure* – se coloque en una posición degradada, con el caso en el que el titular de un crédito ordinario – basado en la idea de la proporcionalidad – subordine su crédito respecto a uno u otros acreedores ordinarios. Por ello ARAYA sostiene que “... lo que la subordinación voluntaria de créditos implica, sobre la base de que todos los derechos, no solo los hipotecarios, tienen un rango, es nada más ni nada menos que permitir la negociabilidad de ese rango, supuesto que incluye la posibilidad de postergación o posposición del que originariamente le correspondía, para pasar a ocupar frente al patrimonio del deudor una posición “más lejana”, es decir, detrás de los acreedores en cuyo beneficio se pactó la subordinación”⁴²⁸.

La comprensión de esta teoría requiere del análisis previo de los “negocios de rango”. Fruto de las diferentes necesidades económicas que se pretenden satisfacer, se admite que, en virtud de la autonomía privada, se celebren negocios jurídicos de reserva, posposición, igualdad y permuta de rango (aunque el artículo 241 del Decreto de 14 de febrero de 1947, por el que se aprueba el Reglamento Hipotecario, sólo regula expresamente los negocios de “reserva de rango”), alterando la regla de prioridad temporal que pretende resolver los conflictos de intereses entre acreedores hipotecarios.

Por ello, para seguir esta línea argumental, es necesario aclarar previamente qué es lo que se negocia cuando hablamos de “negocios del rango”. Para responder lo anterior, nos remitimos a las ideas ya formuladas en el Capítulo II, en el sentido de que la “preferencia” generalmente se estima como una “cualidad del crédito”, de lo cual

⁴²⁸ ARAYA, 1999, p. 78. En todo caso, esta explicación también puede inferirse de las opiniones de MARTÍNEZ SANCHIZ, AAMN 28 (1988), pp. 162 y 163; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 307, y FERRÉ, 2006, p. 235. Este paralelismo no sólo es destacado por la doctrina, sino que es puesto de manifiesto, entre otros, por la Guía Legislativa sobre el Régimen de Insolvencia de UNCITRAL (disponible en www.uncitral.org): los artículos 55 y siguientes del Capítulo V de su segunda parte, da cuenta de un tratamiento unitario de la posposición de garantías y de la subordinación de créditos, de tal suerte que “La subordinación consiste en redistribuir el orden de prelación de los acreedores y no afecta a la validez ni a la legalidad de un crédito. Aun cuando sea válido y ejecutable, un crédito subordinado podrá perder, en virtud de un acuerdo o de una decisión judicial, el grado de prelación que le correspondería según el plan de distribución y ser reembolsado después de otro que, en principio, tenía un grado de prelación inferior.”

emana su accesoriedad. Como tal, podría entenderse que está exenta de una naturaleza propia que permita su disposición independiente. Pero ello será efectivo en cuanto a los actos de disposición directa, esto es, cuando hay una pretensión de enajenación de la causa de preferencia de manera separada al crédito. Lo anterior porque tal posibilidad conllevaría la constitución convencional de privilegios, lo que es rechazado por los ordenamientos jurídicos a la luz del estricto principio de legalidad. En otras palabras, si el legislador se ha reservado en exclusiva la tarea de determinar qué créditos han de tener una justificada causa de preferencia, no se querrá que, por vía de la enajenación separada de dicha causa, se logre otorgar un mejor derecho a créditos que no la tienen *in natura* por no haber sido considerados como meritorios.

La idea de rango no es exclusiva al derecho real de hipoteca (caso en el cual suele calificarse como “rango hipotecario”), sino que se refiere a una “cualidad del derecho real que determina cuál ha de ser el poder excluyente del mismo en relación con los demás derechos reales que gravan una misma finca”⁴²⁹. Pero es específicamente en el campo de la hipoteca – por el hecho de su reconocimiento legal – donde ha recibido una mayor atención. El principio de prioridad temporal antes mencionado implicará que el derecho real antes inscrito tenga un mayor poder que el posterior, resultando, en el caso de este particular derecho de garantía, que su ejercicio mediante la acción hipotecaria correspondiente implicará la posterior extinción de las hipotecas de inferior orden. Significará, desde su perspectiva económica, un mayor valor del derecho real de mayor rango, lo que justificará – en definitiva – su posibilidad de negociación⁴³⁰.

La diferencia de rango entre las hipotecas implicará una diferente valoración de cada una de ellas. Como señalan ROCA SASTRE, ROCA –SASTRE MUNCUNILL y BERNÀ, “La hipoteca posterior en rango sufre una mengua de valor económico comparada con la de rango superior, inclusive antes de la ejecución, y esta mengua de valor es mayor en cuanto el rango decrece... Por esto, una segunda, y más una tercera o ulterior, tiene una consideración económica inferior a la primera hipoteca, lo que hace que en la

⁴²⁹ SANZ, 1953, p. 62.

⁴³⁰ Vid. Jerónimo GONZÁLEZ Y MARTÍNEZ (1931): *Principios Hipotecarios*, Asociación de Registradores de la Propiedad, Madrid, p. 297; SANZ, 1953, p. 63, e Isidoro LORA-TAMAYO RODRÍGUEZ (1994): “Los principios hipotecarios de rogación, legalidad, prioridad y tracto”, en AA.VV., *Derecho Hipotecario* (dir. Juan Bolás Alfonso), Consejo General del Poder Judicial, Madrid, p. 104.

Sin embargo, no nos parece ésta una argumentación completa, en tanto la sola existencia de un contenido económico de una determinada situación o posición jurídica no implica necesariamente su posibilidad de negociación. Así, más ajustadas nos parecen las opiniones de ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, p. 404, quienes indican que: “Sin necesidad de atribuir al rango hipotecario la condición de un valor patrimonial autónomo, es admisible que el mismo puede ser objeto de alteración por medio de negocio jurídico dentro de las limitaciones procedentes. Es decir, es posible la negociabilidad del rango hipotecario como tal, como cualidad o posición jurídica de un derecho real de hipoteca en orden a la prioridad, la cual no es en absoluto inseparable del correspondiente derecho real de hipoteca.”

práctica esta minoración suele compensarse con incrementos u otras condiciones más onerosas para el deudor en la hipoteca de menor rango”⁴³¹. Estas diferencias valorativas no sólo responden a la lógica del rango, sino a cualquier criterio de graduación en el ámbito de la prelación de créditos, incluyendo los créditos ordinarios y – por supuesto – los subordinados.

La admisibilidad de los negocios de rango hace, en primer término, prever la lógica del argumento que acepta la eficacia de la subordinación voluntaria. Así, FERRÁN, al analizar la cuestión de la legalidad de la figura en el Derecho inglés se pregunta y justifica la afirmativa sobre la siguiente base: ¿por qué debería la ley intervenir para prevenir que un acreedor ordinario haga algo que un acreedor garantizado está claramente facultado para hacer, estando en libertad para acordar tomar un puesto menor en la graduación para el pago que aquél al que tenía derecho conforme a la norma general?⁴³²

Pero un paso adicional en la argumentación será la idea de identificar ambos negocios. El problema redunda en la calificación jurídica de los “negocios de rango”, de manera de encontrar en ella una categoría lo suficientemente amplia para albergar la idea de posposición, reserva, igualdad y permuta de rango, como también a los negocios de subordinación de créditos ordinarios. Sobre este punto ya nos hemos referido *supra*, Capítulo I, 2.2., por lo que sólo vale la pena destacar la conclusión que expusimos en su momento: la carencia de rango de los créditos ordinarios hace imposible subsumir la subordinación voluntaria en la categoría de los “negocios de rango”, pero sus similitudes admiten apreciar un género superior. Así, unos y otros negocios jurídicos tienen por finalidad alterar las reglas de prelación de créditos, reemplazándolas por una norma de coordinación diferente.

2.3.2. *Preferencia convencional*

Se trata ésta de una construcción de la subordinación voluntaria desde la perspectiva del acreedor beneficiario, quien ha obtenido una mejor posición jurídica para el pago de su crédito. Al menos desde el punto de vista externo, su situación parece ser idéntica a la que posee un acreedor preferente respecto a los acreedores que gozan de una preferencia inferior o, al menos, respecto a los acreedores ordinarios.

Esta teoría supone que las reglas de prelación de créditos sólo pueden ser comprendidas desde la óptica de la preferencia, como figura típica reconocida en los ordenamientos jurídicos desde el Derecho romano. Lo anterior, por tanto, no es exclusivo de los casos de subordinación voluntaria, sino que se extiende a cualquier clase de posposición, sea ésta legal o judicial, dependiendo del sistema aplicable. Así, por ejemplo, no es raro que se sostenga – aún coloquialmente – que el acreedor

⁴³¹ ROCA SASTRE / ROCA-SASTRE MUNCUNILL / BERNÀ, 2009, p. 397.

⁴³² FERRÁN, 1999, p. 550.

ordinario tiene una preferencia para el pago respecto al acreedor subordinado, cualquiera sea la fuente de tal posición jurídica⁴³³. A esta solución llega, por ejemplo, ARAYA, al indicar que a su juicio la subordinación voluntaria de créditos se incardina en la figura de las “preferencias no excluyentes”, que tienen lugar cuando la ventaja que tiene un crédito sobre otro no descarta la posibilidad de satisfacción para el crédito en desventaja, como ocurre en el caso de los privilegios, derechos reales de garantía y créditos prededucibles⁴³⁴.

Respecto a este tema en particular, creemos que son suficientes las objeciones ya planteadas en relación con los obstáculos a la admisibilidad de la subordinación voluntaria (*supra*, Capítulo II, 3.2). Así, debemos concluir que el uso del término “preferencia” no se ajusta al sentido técnico que normalmente se asocia esta palabra en los diferentes ordenamientos jurídicos continentales. La preferencia no sólo pretende dar cuenta de una mejor posición crediticia, sino que exige que tal situación sea concedida respecto a todos los acreedores inferiores y que sea expropiatoria del valor relativo del crédito inferior que no resulta compensado.

Considerando los principios de legalidad y tipicidad que informan a las preferencias del crédito, el término “preferencia convencional” constituye un contrasentido, un supuesto irremediamente sujeto a un vicio de nulidad por contravención a una prohibición expresa de la ley. Podría sostenerse que el reconocimiento legal de la subordinación alivia el problema, en tanto no puede sostenerse la ilicitud de un negocio expresamente autorizado por parte del ordenamiento. Sin embargo, si repasamos las normas de aquellos sistemas jurídicos que expresamente le autorizan, veremos que aquéllos, si bien sitúan a la subordinación voluntaria en el ámbito de la prelación de créditos, nunca lo hacen en el campo de los créditos privilegiados. Además, si consideramos que el acreedor beneficiario sigue siendo titular de un crédito ordinario, concepto residual frente a aquél que no goza de preferencia, nuevamente puede parecer contradictorio situar la figura en el campo de las preferencias, aun convencionales.

Al parecer, una posición como la antes esbozada da cuenta –nuevamente - de la importación de conceptos del Derecho norteamericano. En este contexto, el Derecho anglosajón tiende a hacer uso del concepto de preferencia (“*priority*”) no sólo como una forma de establecer el mejor derecho de un acreedor sobre otro, sino a modo de reglas que permiten determinar el orden en el cual los acreedores concurrentes deben ser pagados al hacer valer sus derechos en el patrimonio de un mismo deudor⁴³⁵. En los

⁴³³ GARRIDO, 2000, p. 525.

⁴³⁴ ARAYA, 1999, pp. 76 - 79.

⁴³⁵ JACKSON / KRONMAN, *Y.L.R.* 88.6 (1979), pp. 1143 – 1144. Esta interpretación se evidencia con más fuerza si se considera que, a juicio de Alan SCHWARTZ (1989): “A theory of loan priorities”, *J. Legal Stud.*, Vol. 18, No. 2, p. 209, existen tres “principios de prioridad” en materia de concurrencia de

ordenamientos de base continental, creemos, tal concepto no se satisface con el término “preferencia”, sino con la idea de “prelación”.

En resumen, la estructuración de la subordinación voluntaria no puede ser comprendida bajo el concepto de “preferencia convencional”, pero sí resiste su configuración como un nuevo “orden de prelación” de tipo voluntario. Así, cuando el acreedor subordinado opta por posponer el pago de sus créditos, desplazando la regla de proporcionalidad, está resolviendo el problema de la concurrencia de acreedores sobre la base de una norma de graduación que no tiene su origen en los designios del legislador, sino en el exclusivo arbitrio de su voluntad.

2.4. *Teorías basadas en la subordinación voluntaria como simple obligación convencional*

Otra tendencia que se ha manifestado en torno a los negocios de subordinación es la que pretende asociar la figura a simples obligaciones de no hacer y de dar en el contexto del pago del crédito subordinado. En otras palabras, hablar de “subordinación voluntaria” implicaría, *por una parte*, que el acreedor subordinado debe abstenerse de efectuar el cobro del crédito o, incluso, que el deudor se abstenga de realizar el pago, y, *por la otra*, que el acreedor subordinado se obligue a hacer entrega al acreedor beneficiario de toda suma que – por cualquier motivo - reciba en pago de su crédito subordinado⁴³⁶.

Sin embargo, siendo justos, existen razones para entender que esta estructura se propone y parece funcionar sólo al tratar la subordinación particular. En *primer lugar*, porque para aceptar esta explicación en un supuesto de subordinación general, deberá seguirse el siguiente razonamiento: como hemos visto, en las estructuras de posposición general, la emisión de deuda subordinada se pacta únicamente entre el deudor y los acreedores subordinados, de tal suerte que los beneficiarios – constituyendo una masa determinable de acreedores que sólo serán conocidos al tiempo del concurso – nunca podrán ser parte del negocio. Así, el hecho de constituirse en sujetos activos de obligaciones de no hacer o dar sólo puede conseguirse acudiendo a la idea de la estipulación a favor de otro, solución que, como analizaremos a continuación, sólo parece tener inconvenientes.

En *segundo lugar*, porque la idea de sujetar el crédito a una condición suspensiva, como asimismo el constituir una obligación de no hacer, no logra el objetivo deseado en el caso de la subordinación particular. Tanto si el crédito subordinado no puede ser pagado sino hasta la eventual extinción del crédito beneficiario, como si el acreedor subordinado se ha comprometido a no cobrar sino hasta que tenga lugar igual circunstancia, el provecho pretendido no se radicará

créditos: la regla de proporcionalidad, la regla de preferencia y la regla de prioridad temporal (“*first-in-time rule*”).

⁴³⁶ VANONI, 2000, pp. 149 y ss.

únicamente en el acreedor beneficiario, sino que se diluirá entre todos los acreedores ordinarios. De este modo, el complemento de la obligación de dar – funcionando al modo de “*turnover subordination*” a la que hicimos referencia *supra* Capítulo I, 3.3 – alivian este inconveniente y focalizan las ventajas del negocio en quien realmente se pretende beneficiar.

Pero, a nuestro juicio, estas ideas parten de una base errada. Sostienen que para lograr el propósito negocial, el acreedor beneficiario debe ser titular de un derecho de crédito exigible ante el acreedor subordinado y/o ante el deudor. Lo que se pretende explicar, en definitiva, es por qué este beneficiario logra el efecto práctico de la subordinación, como son evitar el pago al acreedor subordinado y lograr que cualquier pago al que eventualmente este último pudiese tener derecho se radique en su propio patrimonio. Para tales fines se concede al acreedor beneficiario una acción para impedir un pago contrario a los términos de la subordinación, y otra para recibir los montos que de otro modo corresponderían al pago del crédito subordinado.

Pero este razonamiento genera varios problemas que pretendemos describir en los epígrafes siguientes, partiendo del que nos parece más evidente: si la subordinación voluntaria tiene su campo de acción en las normas de prelación de créditos, será difícil encuadrarla como una obligación convencional. En este sentido, la obligación negativa antes reseñada no puede tener sentido puesto que el acreedor subordinado debe comunicar su crédito a efectos que sea considerado como parte de la masa pasiva del concurso y que no es propiamente el deudor quien realiza los pagos en tal contexto. Luego, la obligación de dar supone que el crédito ingresa en el patrimonio del acreedor subordinado, quien, por su parte, debe reembolsarlo al beneficiario, cuestión no menor en el caso de las llamadas quiebras dobles (“*twin bankruptcies*”)⁴³⁷, y que en nada se asimila a la idea de una menor graduación vinculante para el concurso.

2.4.1. La subordinación voluntaria como obligaciones de no hacer y de dar

Esta estructura es bastante compleja, suponiendo un funcionamiento de las obligaciones positiva y negativa en distintos niveles.

Así, la principal obligación del acreedor subordinado será la de abstenerse al cobro del crédito, pero ésta sólo puede tener una lógica extraconcursal. Declarado que haya sido el concurso, es evidente la necesidad de que el crédito subordinado sea

⁴³⁷ Vid. COOGAN / KRIPPE / WEISS, *H.L.R.* 79.2 (1965), p. 235. El supuesto referido es el siguiente: en los negocios de subordinación particular el acreedor subordinado suele ser socio o accionista del deudor. Por ello, también es frecuente que la insolvencia del deudor se extienda al acreedor subordinado (de ahí la referencia de quiebra doble). Siendo así, el crédito subordinado forma parte de la masa activa del acreedor subordinado, dificultando la posibilidad de cobro por parte del acreedor beneficiario. Más aún, la obligación de dar que emana del “acuerdo de subordinación” normalmente se configurará como un crédito ordinario, sin preferencia alguna para asegurar un mejor derecho al pago.

comunicado a efectos de ser considerado en los repartos. De no hacerlo, el acreedor beneficiario no podrá obtener provecho alguno de la subordinación, sino que éste necesariamente se diluirá entre todos los acreedores ordinarios por la reducción de la masa ordinaria⁴³⁸.

En un segundo plano se presenta, con carácter meramente eventual, una obligación de dar, conforme a la cual el acreedor subordinado debe transferir al acreedor beneficiario cualquier monto que haya recibido en pago del crédito subordinado, hasta la extinción del crédito beneficiario⁴³⁹. Conforme explica VANONI, de esta manera se logra “la ventaja “típica” del negocio de subordinación particular, sin que sea necesario alterar las reglas del concurso de acreedores”⁴⁴⁰. Se logra, en la nomenclatura inglesa, un “*turnover subordination*”.

Previo a plantear nuestras objeciones a esta construcción, deben tomarse en consideración al menos tres consecuencias que, a nuestro juicio, resultan indeseables. Una referida a los casos en los que el deudor no es parte del “acuerdo de subordinación”, otra a las consecuencias derivadas de su incumplimiento y una última relativa a la circulación del crédito subordinado:

- (i) Si el deudor no es parte del negocio de subordinación, difícilmente podrá exigírsele una abstención. De hecho, el deudor estará interesado en el cumplimiento de la obligación “subordinada”, en el sentido de poder lograr su liberación, puesto que, de retardar el pago, bien podrá señalarse que se encuentra en mora y hacer aplicable todo el régimen derivado de su incumplimiento. Por su parte, el acreedor subordinado no podrá obstar o rechazar el pago de la deuda, de lo que se sigue la inutilidad del negocio en que no concurre el deudor, exigiendo, en consecuencia, una estructura tripartita.
- (ii) Del incumplimiento de las obligaciones contractuales resultarán todos los remedios concedidos por el ordenamiento para el restablecimiento del orden jurídico. Por ello, la infracción de una obligación de no hacer no podrá resolverse evitando jurídicamente que el pago se lleve a cabo (en tanto pago legítimo), sino en la correspondiente indemnización de perjuicios derivada de la infracción. Conforme al artículo 710 LEC, el incumplimiento de las obligaciones negativas pueden derivar en la condena a deshacer lo hecho, en el apercibimiento de no reiterar la conducta o en el pago de una indemnización de perjuicios, pero las dos

⁴³⁸ En un negocio de subordinación particular, se pretende una transferencia del valor relativo del crédito subordinado únicamente al beneficiario. Para que ello ocurra, es indispensable que ambos créditos formen parte de la masa pasiva, para poder efectuar el cálculo de dicho valor.

⁴³⁹ VANONI, 2000, pp. 151 y ss.

⁴⁴⁰ VANONI, 2000, p. 158 (la traducción es nuestra).

primeras opciones no resultarán aplicables al caso. El pago no puede ser deshecho en tanto se ha tratado de un pago legítimo: el deudor ha pagado a su acreedor un crédito válido y actualmente exigible. Asimismo, por regla general, tampoco hay posibilidad de reiteración de la conducta incumplidora.

Nuevamente, una lógica tal para la subordinación sería bastante débil, dado que lo que realmente busca el acreedor beneficiario es que el pago efectuado por el deudor al acreedor subordinado sea ineficaz, en el sentido de no liberatorio, y no sólo constitutivo de una simple infracción al contenido contractual⁴⁴¹. Pero el pago será necesariamente liberatorio en tanto el deudor estará pagando sus deudas a quien efectivamente tiene el carácter de acreedor.

- (iii) Finalmente, esta construcción implicará que la cesión del crédito subordinado no conlleve necesariamente la transferencia de la obligación del acreedor subordinado de no cobrar el crédito. Si entendemos que tal obligación negativa – en tanto derecho de crédito – no tiene efecto *erga omnes*, vinculante al cesionario por el sólo hecho de la cesión, resultará que el único modo de hacerle extensivos los términos del “acuerdo de subordinación” será la cesión conjunta de la posición jurídica del acreedor subordinado en tal contrato⁴⁴². En caso contrario, el cesionario no incumplirá obligación alguna si cobra el “crédito subordinado” ni podrá restarse la eficacia a su pago, aún en infracción de la “cláusula de subordinación”. En la práctica, bien podrá aliviarse este inconveniente mediante la imposición de una obligación al acreedor subordinado de cesión conjunta (del “crédito subordinado” y del “acuerdo de subordinación”), pero nuevamente su infracción sólo redundará en la correspondiente indemnización de perjuicios.

Más allá de estos inconvenientes prácticos, creemos que esta teoría tiene varias deficiencias que ya hemos anticipado. En primer término, confunde la órbita en la que los negocios de subordinación tienen cabida, argumentando sobre la base de su eficacia extraconcursal. Hemos reiterado constantemente que no nos parece éste el modo en que se deba hacer frente a la figura, sobre todo a partir de su reconocimiento en el

⁴⁴¹ Aunque en la lógica del *pactum de non petendo*, ya nos anticipa ORLANDINI, 2000, p. 15 que el efecto resarcitorio que derivaría de una infracción a una obligación negativa de pago conlleva la inutilidad del negocio en relación a los intereses de las partes.

⁴⁴² Aunque la cesión del crédito integrante de un contrato bilateral es siempre cedible, Fernando PANTALEÓN PRIETO (1988): “Cesión de créditos”, *ADC*, T. XLI, No. 4, p. 1.086, nos recalca que la “cesión afectará sólo al lado activo de la posición jurídica del cedente, permaneciendo a su cargo las obligaciones en que la contraprestación consista, que únicamente pueden ser transferidos con el consentimiento de la otra parte de la relación.”

campo de las reglas de prelación de crédito. Si objetamos este punto, la obligación negativa asumida por el acreedor subordinado y/o por el deudor sólo podrá ser objeto del estudio de otra suerte de negocios (propriadamente, un “acuerdo de postergación”), pero no corresponde su examen en este punto (*supra*, Capítulo I, 2.1).

Restando sólo el examen de la obligación positiva, nuevamente nos parece que se yerra en la distinción entre la cesión del “valor absoluto” del crédito subordinado con la transferencia de su “valor relativo”, explicación que -a nuestro juicio - se ajusta de mejor manera con las señaladas normas de prelación de créditos (*supra*, Capítulo III, 1.3). En suma, creemos que ni el deudor ni el acreedor subordinado se han obligado al cumplimiento de una prestación a favor del acreedor beneficiario, sino que sólo han estimado que, para el caso de concurso, éste último deba ser pagado con prioridad al crédito subordinado. Si tenemos en cuenta que su ámbito de aplicación está circunscrito por las reglas de la prelación de créditos, debemos concluir que en ellas la voluntad del deudor y la del acreedor subordinado quedan totalmente excluidas, y que el reparto queda entregado a la administración concursal, y, de modo mediato, al tribunal que conoce del procedimiento⁴⁴³.

2.4.2. El necesario complemento de la estipulación a favor de tercero

Si los negocios de subordinación se entienden como fuente de obligaciones convencionales, la explicación tendrá un difícil ajuste en los supuestos de posposición general. Ello porque los acreedores beneficiarios de las obligaciones positiva y negativa no podrán ser parte del negocio, en tanto constituyen una masa de acreedores ordinarios (presentes y futuros) que sólo será determinada al tiempo del concurso. Por ello, la única manera de mantener esta explicación será acudiendo a la figura de la “estipulación a favor de terceros”, como modo para permitir que estos acreedores beneficiarios puedan ejercer los derechos que para ellos emanarían de la cláusula de subordinación.

Por ello, la referencia a la “estipulación a favor de tercero” no debe caracterizarse como una explicación de todo el fenómeno de la subordinación voluntaria, sino sólo cuando se cumplan los siguientes extremos: (i) que los acreedores beneficiarios no hayan concurrido al acto que le concede el “mejor derecho” al pago; y (ii) que, mediando la aceptación del acreedor beneficiario, éste adquiera un derecho ejecutable en contra del acreedor subordinado y/o del deudor común, quienes, como contrapartida, tendrían la obligación de cumplir con los términos del pacto de subordinación⁴⁴⁴.

⁴⁴³ La labor del tribunal será, en todo caso, inmediata si se trata de la interposición de una “tercería de mejor derecho” en el ámbito de una ejecución singular. En este caso, nuevamente, ni el deudor ni el acreedor subordinado pueden vulnerar el acuerdo de subordinación en tanto el orden en que deben efectuarse los pagos será determinado por el tribunal al tiempo de resolver la tercería.

⁴⁴⁴ *Vid.* GUILARTE, 2004, p. 2.042.

Pero partamos de un punto anterior: siendo la estipulación a favor de tercero, en breves palabras, la figura por la cual una persona (promisor o promitente) acuerda con otra (estipulante) una determinada prestación a favor de un tercero extraño a la relación original (beneficiario)⁴⁴⁵, deberá determinarse previamente qué posición ocupa cada uno de los actores involucrados en esta escena. Evidentemente, el beneficiario será el tercero, acreedor ordinario que no ha formado parte del “acuerdo”, y en quien se desea radicar la ventaja de la prestación. Pero, a la luz de esta teoría, no parece quedar totalmente claro quién actúa como “promitente” y quién como “estipulante”. Bien podría sostenerse que el promitente es el deudor, siempre que se considere que éste se ha comprometido a no pagar ni permitir que el acreedor subordinado resulte satisfecho en su crédito sino una vez extinguida la obligación con el acreedor beneficiario. Pero también sería admisible la configuración del acreedor subordinado como promitente, caso en el cual se habría obligado a favor del tercero a no exigir ni aceptar el pago de la obligación. Lo anterior dependerá, por supuesto, de la forma en que se haya configurado el “acuerdo de subordinación”, en el sentido de si sólo se ha manifestado como una obligación negativa del acreedor subordinado, sólo del deudor, o de ambos conjuntamente. Probablemente, a fin de otorgar un mayor grado de tutela, y en consideración a los intereses de los acreedores beneficiarios, se establecerán conjuntamente ambas hipótesis, de manera que el tercero beneficiario adquiera una doble ventaja.

Toda esta explicación se basa en una apreciación realizada originalmente por los autores norteamericanos ante la dificultad que significaba la estricta regla que impide a los terceros ajenos a un contrato hacer efectivos los derechos que emanan del mismo. Como contrapunto de los sistemas continentales que, inspirados en el artículo 1.119 del *Code Civil*, tratan esta figura de manera general, déjese constancia de que las soluciones que ha ofrecido el Derecho norteamericano respecto a la estipulación a favor de tercero se basan principalmente en cuestiones de equidad⁴⁴⁶. Así, la explicación en el Derecho anglosajón razona que, tratándose de acuerdos por medio de los cuales se pretende el solo beneficio del tercero (“*for the sole benefit of the third party*”), es justo que éste tenga acción (“*right to sue*”) en contra del promitente a efectos de obtener la prestación contenida en el acuerdo suscrito a su favor. Pero, incluso para la doctrina norteamericana el argumento de la estipulación a favor de un tercero (o “*third party beneficiary concept*”) no es utilizado para explicar toda la figura de la subordinación voluntaria, sino simplemente para otorgar una justificación a la particular circunstancia en la que se encuentra el acreedor beneficiario. De ahí que CALLIGAR haga referencia al concepto de “*third party beneficiary*” sólo a efectos de llenar el vacío (“*gap*”) en la estructuración general de las demás teorías a las que hemos hecho previamente

⁴⁴⁵ Vid., por todos, CLARO SOLAR, 1979, p. 420.

⁴⁴⁶ Así, Samuel WILLISTON (1902): “Contracts for the benefit of a third person”, *H.L.R.*, Vol. 15, No. 10, pp. 767 y ss. y M. H. BRESCH (1963): “Contracts for the benefit of third parties”, *I.C.L.Q.*, Vol. 12, No. 1, p. 320.

referencia (“*equitable lien theory*”, “*equitable assignment theory*”, “*constructive trust*” y “*estoppel*”) ⁴⁴⁷.

La principal crítica que ha esbozado la doctrina para rechazar esta explicación se relaciona con el hecho de que, conforme a la estructura de la estipulación a favor de tercero, el acuerdo es revocable en tanto no haya mediado la aceptación del beneficiario (art. 1.257 CC y art. 1.450 CCCh) ⁴⁴⁸. De ser ésta la explicación, por tanto, se pone en riesgo la eficacia y utilidad de la subordinación voluntaria, tomando en cuenta que - en la mayor parte de los casos - sus beneficiarios (los acreedores ordinarios) incluso desconocen la existencia de dicha posposición. Si esta teoría pretende dar explicación a los supuestos de subordinación general, es evidente que la obtención de la aceptación de parte de todos los acreedores ordinarios resultará imposible.

Para dar solución a este inconveniente, la jurisprudencia norteamericana ha negado la posibilidad de revocar la “cláusula de subordinación” empleando el *estoppel* (*Londner v. Perlman*), o “doctrina de los actos propios” ⁴⁴⁹. Esta teoría - explica WOOD - se basa en la equidad, e implica que el acreedor subordinado no puede hacer valer una calidad de acreedor ordinario dado que el acreedor beneficiario ha concedido un crédito precisamente en atención al hecho de la subordinación ⁴⁵⁰. Lógica ésta que no es completamente satisfactoria porque implica presumir la aceptación de los terceros beneficiarios por el sólo hecho de contraer un crédito con el deudor con posterioridad a la emisión de la deuda subordinada, y porque no alcanza a explicar el caso en que el crédito beneficiario haya nacido con anterioridad al acuerdo de subordinación ⁴⁵¹.

Una segunda crítica, de orden más técnico, es planteada por VANONI, en el sentido de que la estipulación a favor de otro supone que la finalidad del negocio, desde el punto de vista del estipulante, debe consistir en la búsqueda del beneficio del tercero. Y, como recalca la señalada autora, la ventaja obtenida por el tercero no es, en esta estructura, el objetivo principal del negocio, sino la consecuencia de la operación de financiación ⁴⁵². En los supuestos de subordinación general, los principales beneficios resultan en el incremento de los recursos propios del deudor y en la obtención de una mayor retribución (tasa de interés) por parte del acreedor subordinado. Así, las ventajas del negocio recaerán en quienes ocupan la posición de promitente o estipulante, según el caso, pero no en el acreedor beneficiario, que acaso tendrá una mejor posición en la escala de prelación sólo por efecto reflejo del señalado pacto.

⁴⁴⁷ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 391.

⁴⁴⁸ Así, CAMPOBASSO, 1983, p. 373; MARTÍNEZ SANCHIZ, AAMN 28 (1988), p. 160; FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 305; RETOUT, 1995, p. 19, y SEBASTIÁN, ADCo 15 (2008), p. 83.

⁴⁴⁹ Vid. CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 391.

⁴⁵⁰ WOOD, 1990, p. 27.

⁴⁵¹ Así, SEBASTIÁN, ADCo 15 (2008), p. 83.

⁴⁵² VANONI, 2000, p. 49.

Sin embargo, y como ya indicáramos, creemos que el problema fundamental de esta teoría no se encuentra en estas críticas, sino en que la figura de la estipulación a favor de terceros implica que el acreedor beneficiario adquiriría un crédito producto de su aceptación, derecho que se sujetaría a los términos previamente acordados entre promitente y estipulante. En la base de la estipulación a favor de terceros, por tanto, se encuentra su carácter contractual, de tal suerte que a una cierta convención se le ha incorporado una cláusula – que compartiendo dicha naturaleza - busca que los efectos del negocio terminen radicándose en el tercero beneficiario⁴⁵³. Volvemos entonces a la idea de las obligaciones negativa y positiva, todas ellas que – a partir de la aceptación del tercero beneficiario – serán exigibles por éste conforme a las reglas generales. Por ello, valgan las objeciones efectuadas en el epígrafe anterior.

2.5. *Teoría de la renuncia al derecho a la distribución proporcional*

Una de las construcciones que ha tenido mayor acogida por la doctrina comparada es la reconducción de la subordinación voluntaria a la figura de la “renuncia de derechos”⁴⁵⁴. Se trata ésta de una solución – a primera vista – bastante simple, y que en pocas palabras recoge la idea de una abdicación por parte del acreedor subordinado a un supuesto “derecho” a la distribución proporcional al interior del concurso, derecho que habría adquirido en virtud de la disposición legal que ofrece esta forma de coordinación para los créditos ordinarios. Un primer aspecto que vale la pena destacar es que, a nuestro juicio, este planteamiento acierta en el ámbito en que la subordinación voluntaria tiene cabida. La regla de distribución proporcional sólo tiene aplicación en el caso de conflicto de intereses entre los acreedores ordinarios, de modo que su renuncia tendrá sentido en este mismo supuesto. Pero hay otros elementos que hacen que esta teoría resulte atractiva, elementos que se refieren a los caracteres propios de la renuncia en tanto aplicados a los negocios de subordinación:

En primer término, la renuncia surte sus efectos por la sola declaración de voluntad del renunciante, no requiriendo de la aceptación de terceros⁴⁵⁵. Supone además que tampoco es necesario proceder a su notificación, de modo que el efecto extintivo tiene lugar de modo automático⁴⁵⁶. Y no necesita de aceptación ni de notificación precisamente porque no se renuncia a favor de alguien, sino que se trata

⁴⁵³ Carmen PÉREZ CONESA (1999): *El Contrato a Favor de Tercero*, Comares, Granada, 1999, p. 7.

⁴⁵⁴ Así, por ejemplo, André BRUYNEEL y Sylviane VELU (1983): “Les Prêts subordonnés en Droit belge”, en AA.VV., *Prêts Participatifs et Prêts Subordonnés: Un Nouveau Mode de Financement*, Feduci, p. 128; GARRIDO, 2000, pp. 119 y 525, y GUILARTE, 2004, pp. 2.044 y 2.045.

⁴⁵⁵ *Vid.*, por todos, José María POU DE AVILÉS (1983): “La renuncia en el Derecho civil español”, en AA.VV. *Estudios Jurídicos en Honor al Profesor Octavio Pérez Vitoria*, Bosch, Barcelona, p.701.

⁴⁵⁶ *Vid.*, por todos, Luis Díez – PICAZO y Antonio GULLÓN (2003): *Sistema de Derecho Civil*, Vol. I, Undécima edición, Tecnos, Madrid, p. 464.

meramente de un acto de abdicación⁴⁵⁷. Se rechaza, entonces, la categoría de “renuncia traslativa”, caracterizada como aquella en la que el abandono va unido al señalamiento de la persona que ha de adquirir el derecho, distinguiéndose de la cesión únicamente en que el designado adquirirá el derecho sólo en caso de no rechazarlo⁴⁵⁸. Además de no compartir esta apreciación - en atención a que creemos que la forma en que el adquirente manifiesta su voluntad de adquirir es independiente al perfeccionamiento de la cesión -, lo anterior tampoco se ajusta al caso de la subordinación voluntaria, en tanto que producto de ésta no se crean derechos, de modo que es imposible entender que éstos sean transferidos a designados particulares. Con ello se resuelven los problemas que plantean las teorías contractualistas de la subordinación, que exigen siempre la concurrencia de voluntad del acreedor beneficiario.

En segundo lugar, la posición del acreedor beneficiario puede explicarse – sin recurrir a la idea de un derecho de crédito – tomando en cuenta los múltiples casos en que una renuncia produce efectos indirectos respecto a terceros, sin que ello desnaturalice la configuración de esta clase de negocio jurídico unilateral⁴⁵⁹. Clara manifestación de que en toda renuncia existe, al menos, la posibilidad de afectación de terceros se da en el hecho que el propio ordenamiento jurídico establezca como limitación a su eficacia el hecho que ella no produzca perjuicios para tales terceros (artículo 6.2 CC y artículo 12 CCCh)⁴⁶⁰. Como destaca parte de la doctrina, sin duda puede existir en la renuncia una persona que se vea beneficiada, pero no será la renuncia el título adquisitivo (causa) de tal ventaja⁴⁶¹.

Así, bien podría sostenerse que, producto de la renuncia del acreedor subordinado al derecho a la distribución proporcional, y, como efecto reflejo, los

⁴⁵⁷ En este sentido, *vid.* SCS de 16 de septiembre de 1993 (RDJ 90), disponible en la *Revista de Derecho y Jurisprudencia*, T. 90, No. 3, Sección primera, p. 145.

⁴⁵⁸ *Vid.*, especialmente, Manuel ALBALADEJO GARCÍA (2006): *Derecho Civil I. Introducción y Parte General*, Decimoséptima edición, Bosch, Barcelona, p. 441, quien incluso cita la sentencia de 5 de octubre de 1953 (Sala social), definiendo la renuncia como “acto unilateral de dejación voluntaria o abandono de un derecho, prescindiendo de que el derecho renunciado se transmita a otra persona.” En el mismo sentido, entre otros muchos, la STS 4 de mayo 1976 (RJ 1976\1989) define la renuncia como “aquella manifestación de voluntad que lleva a cabo el titular de un derecho por cuya virtud hace dejación del mismo sin transmitirlo a otra persona.”

⁴⁵⁹ En este sentido, *vid.* Antonio CABANILLAS SÁNCHEZ (1992): “Artículo 6”, en AA.VV., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (dir. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), T. I, V. I, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, p. 739; Werner FLUME (1998): *El Negocio Jurídico* (traducc. José María Miquel González y Esther Gómez Calle), Fundación Cultural del Notariado, Madrid, pp. 175 y 176, y José Antonio DORAL GARCÍA (2006): “La renuncia abdicativa de derechos”, en AA.VV., *Libro – Homenaje al Profesor Manuel Amorós Guardiola*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, pp. 411 y 424. Ya respecto a la subordinación voluntaria, *vid.* GUILARTE, 2004, p. 2.044.

⁴⁶⁰ El artículo 12 CCCh dispone: “Podrán renunciarse los derechos conferidos por las leyes, con tal que sólo miren al interés individual del renunciante, y que no esté prohibida su renuncia.”

⁴⁶¹ *Vid.* POU DE AVILÉS, 1983, p. 702, y DORAL, 2006, p. 426.

acreedores beneficiarios se verán favorecidos con mejores expectativas de cobro. No sería éste un supuesto en que los acreedores beneficiarios recibirían un derecho de cobro preferente - que implicaría la creación de un “privilegio convencional”- , sino sólo los efectos ventajosos consecuencia de la renuncia⁴⁶². En tales términos, la ventaja del “mejor derecho al pago” no sería el resultado directo de la subordinación - como sí lo sería la pérdida del derecho a la distribución proporcional -, sino que ella devendría de un efecto reflejo fundado en la permanencia del tratamiento proporcional que establece la ley para el resto de los créditos ordinarios.

En tercer lugar, la teoría de la renuncia permitiría esclarecer el tema de la revocabilidad del acuerdo de subordinación. Perfeccionada que sea la renuncia, ésta no podría ser dejada sin efecto producto de una retractación unilateral del renunciante⁴⁶³. De este modo, perfeccionada que se encuentre la subordinación voluntaria, el acreedor subordinado no podría arrepentirse, otorgando un elemento de certidumbre y seguridad para los acreedores beneficiarios.

Esta explicación exige afirmar dos premisas que – veremos – consiguen frenar el entusiasmo por esta teoría: *por una parte*, requiere asignar a la regla de distribución proporcional el carácter de un “derecho subjetivo” incardinado en el patrimonio de los acreedores ordinarios; y, *por la otra*, necesita acomodar la subordinación voluntaria a todas las características de la renuncia, incluyendo su carácter de negocio unilateral. Enseguida estudiaremos ambos aspectos y sus correspondientes críticas:

2.5.1. La regla de distribución proporcional como “derecho subjetivo”

Si la subordinación voluntaria fuese una renuncia de “derechos”, debe comprobarse que la regla de distribución proporcional no es sólo una norma que resuelve la concurrencia de los acreedores ordinarios, sino que ella ingresa en su patrimonio a modo de derecho subjetivo. Comprobar lo anterior permitiría aliviar la crítica de FERNÁNDEZ DEL POZO, quien ha cuestionado esta solución doctrinal expresando que “el principal problema de esta teoría es el objeto del abandono: la prioridad en el rango no es un derecho subjetivo ni tiene una sustancia autónoma”⁴⁶⁴. Creemos, en todo caso, que en tal crítica hay una cierta confusión de conceptos: primero, porque ya indicamos que el rango es propio de los derechos reales de garantía, y, luego, porque los créditos ordinarios no cuentan con prioridad alguna.

⁴⁶² Así, GUILARTE, 2004, p. 2044.

⁴⁶³ No obstante, la doctrina española no es unánime en otorgar tal efecto a la renuncia. *Vid.* DORAL, 2006, pp. 439 y 440. Con un análisis más detallado, y a favor de la irrevocabilidad, puede consultarse a POU DE AVILÉS, 1983, pp. 736 y ss., y CABANILLAS, 1992, p. 768.

⁴⁶⁴ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 304.

Pero es nuestro parecer que una construcción que otorgue la calificación de derecho subjetivo a la proporcionalidad es de compleja articulación, para lo cual vale la pena tener presente los siguientes antecedentes:

- (i) Como primer dato a considerar, la perspectiva usualmente empleada para la regla de distribución proporcional es la de ser una norma residual, aplicable para todos aquellos casos en que el ordenamiento jurídico no ha dispuesto una solución diferente⁴⁶⁵. Entendido de esta forma, el problema se mantiene: el acreedor ordinario es definido de tal modo por excepción, como carente de todo derecho especial en el cobro de sus créditos.
- (ii) Existe una cierta unidad inquebrantable entre la noción de “crédito ordinario” y la regla de proporcionalidad, en el sentido de que esta última sólo configura el modo de coordinar los conflictos existentes entre los titulares de tales créditos en caso de insuficiencia patrimonial. Expresado de otro modo, la proporcionalidad no denota sino una característica o cualidad esencial del crédito ordinario, constituyendo este último el verdadero derecho subjetivo. Por ello, si el crédito ordinario deja de estar sujeto a la señalada regla de coordinación, dejará de ser un crédito ordinario, pasando a constituirse en preferente o subordinado, según el caso.
- (iii) CARNELUTTI apunta que el “derecho al cociente” no es un derecho del acreedor en contra del deudor, ni un derecho del acreedor en contra de los otros acreedores, sino un derecho en contra del Estado o del órgano ejecutivo, de manera que se trata de un derecho propiamente procesal⁴⁶⁶. Sin perjuicio de que esta categoría nos parece un tanto confusa, rescatamos su opinión en tanto da cuenta de ciertos elementos que nos ayudan en este análisis. No puede configurarse como derecho en contra del deudor por cuanto éste está obligado al total, al valor absoluto del crédito, y no sólo a la satisfacción de un eventual valor relativo. Tampoco puede tratarse de un derecho en contra de los demás acreedores ordinarios puesto que no se entendería de qué modo éstos

⁴⁶⁵ En este sentido debemos entender las palabras de GARRIDO, 2000, p. 118, al indicar que “en esa situación, a falta de derechos de preferencia, ningún acreedor puede ostentar un derecho frente a los demás, ni puede, por tanto, considerar a ninguno de los demás acreedores como sujeto pasivo de un derecho a él atribuido.”

⁴⁶⁶ Francesco CARNELUTTI (2006) “Diritto e processo nella teoria delle obbligazioni”, en Emilio Betti / Francesco Carnelutti, *Diritto Sostanziale e Processo*, reimpresión del artículo de igual nombre de 1927, Giuffrè, Milán, p. 284. De similar manera, aunque ahora referido a los privilegios, BOZZA/SCHIAVON, 1992, p. 599, y PATTI, 2003, p.13 estiman que la causa de prelación importa, desde una perspectiva funcional, una mayor intensidad del poder de agresión a los bienes del deudor, esto es, de la acción ejecutiva, representando entonces una garantía calificada del derecho de crédito.

pueden satisfacer el cumplimiento de tal obligación. Ya indicar que se trata de un derecho ejecutable en contra del Estado – por medio del órgano ejecutivo – nos parece un tanto extremo. A nuestro parecer, no es lo mismo decir que la norma está dirigida a los tribunales, que señalar que éste ha contraído una suerte de obligación a favor del acreedor ordinario, más allá del deber genérico de cumplir con todas las disposiciones del ordenamiento jurídico.

Así, la configuración de un derecho subjetivo del acreedor ordinario a la distribución proporcional puede parecer excesiva. Pero no deseamos caer en la trampa que implicaría pretender definir el derecho subjetivo sin enfrascarse en uno de los debates más agudos de toda la doctrina civilista. Por ello, bastará dar algunas ideas al respecto. El derecho subjetivo – en términos bastante amplios – supone la concesión de un poder a un determinado individuo para la satisfacción de sus intereses particulares⁴⁶⁷. Pero este poder se basa necesariamente en su libertad de acción, en cuanto decide ejercerlo o no, y de qué manera hacerlo. Hay, como señala CARRASCO, un “derecho de decisión sobre el modo de proceder con el bien”⁴⁶⁸.

Ahora bien, volviendo a la regla de proporcionalidad, parece no haber un ejercicio entregado al libre arbitrio de su titular, en tanto es difícil pensar en la forma en que esta “regla” puede ser “ejercida”. El acreedor – al tiempo de comunicar su crédito al concurso – sólo está ejerciendo su derecho de crédito, deseando su pago íntegro, aunque obtenga sólo una porción. No ejerce un derecho especial a la proporcionalidad, sino que ella deriva necesariamente de la calificación de su crédito como ordinario.

2.5.2. *La subordinación voluntaria únicamente como negocio jurídico unilateral*

Si resulta que la “renuncia de derechos” tiene el carácter de un negocio jurídico unilateral, esta explicación exige excluir todas las alusiones a un supuesto convencional de subordinación. Por ello, aún cuando la práctica imponga el lenguaje de los “acuerdos de subordinación” (a modo de traducción literal del término “*subordination agreements*”), tal enunciado debería ser rechazado de plano por cuanto implica estar ante un contrato. Así, aún cuando el deudor y el acreedor beneficiario puedan concurrir al instrumento que da cuenta de la posposición, la “cláusula de subordinación” siempre tendría una naturaleza unilateral. Tal carácter parece justificarse en que la subordinación sólo perjudica las expectativas de cobro del acreedor subordinado, de modo que su voluntad será siempre una *conditio sine qua non*, aunque se presente de modo indirecto, como en el caso del adquirente de un título de

⁴⁶⁷ José Luis LACRUZ BERDEJO (2005): *Elementos de Derecho Civil. Parte General: Derecho Subjetivo y Negocio Jurídico*, revisada y puesta al día por Jesús Delgado Echeverría (reimpresión de 2002), Vol. III, Dykinson, Madrid, pp. 73 y ss.

⁴⁶⁸ Ángel CARRASCO PERERA (2004): *Derecho Civil* (dir. Ángel Carrasco Perera), Tecnos, Madrid, p. 260.

deuda subordinada. Lo contrario supondría que el deudor y el acreedor beneficiario pudiesen concertar un negocio en el solo perjuicio del acreedor subordinado, o incluso que tal perjuicio pudiere lograrse por la sola voluntad unilateral de uno de tales sujetos. Ello, evidentemente, es contrario a la lógica del Derecho de las obligaciones.

Pero también debe comprobarse que la aceptación del deudor y la del acreedor beneficiario no son necesarias para el perfeccionamiento del negocio. Respecto al deudor, ello puede sostenerse en tanto éste no participa en la distribución de su activo en el supuesto de una ejecución singular o universal, de modo que, en términos generales, no le afecta la ordenación en el pago de sus deudas en un supuesto de concurrencia. Por su parte, la voluntad del acreedor beneficiario tampoco sería imprescindible en tanto, como hemos señalado, su “mejor posición” sólo resultaría de un efecto reflejo de la abdicación efectuada por el acreedor subordinado, efecto que generalmente se presenta en toda suerte de renunciaciones⁴⁶⁹. Paradigma de lo anterior estaría dado por el efecto que se consigue en la emisión de deuda subordinada respecto a los acreedores beneficiarios. En este caso, resulta evidente que el consentimiento de los demás acreedores ordinarios no es necesario, tanto como consecuencia de la estructura y finalidad del negocio, como del hecho práctico de que sería imposible su obtención.

En suma, bastando la voluntad del acreedor subordinado, y puesto que de la subordinación no resulta propiamente un derecho a favor del acreedor beneficiario, podría parecer que la alternativa más convincente es tratarla como una renuncia de derechos⁴⁷⁰. Sin embargo, la construcción de la subordinación voluntaria como un negocio jurídico unilateral presenta dos inconvenientes, específicamente en relación con los casos de subordinación particular, para lo cual debemos volver su carácter irrevocable y abdicativo.

Respecto a la irrevocabilidad de la renuncia, aquello que habíamos enunciado como un aporte de esta doctrina, puede producir problemas en razón de lo siguiente: en un supuesto de subordinación general, la “cláusula de posposición” debe ser entendida como un elemento esencial en la configuración de esta forma de financiación. Por ello, impedir su revocación efectivamente implica una norma de

⁴⁶⁹ En este sentido, aunque referido a la posposición del grado hipotecario, *vid.* DE REINA, 2002, p. 168, y CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, pp. 1.000 y 1.001.

⁴⁷⁰ En el mismo sentido se expresó Juan Pablo ROMÁN RODRÍGUEZ en la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia de la Cámara de Diputados de Chile según dan cuenta las actas de la discusión de la actual Ley No. 20.190, al expresar que: “La razón de fondo, expuso el invitado, para incorporar la normativa sobre subordinación de créditos en la legislación concursal, sería el hecho de que esta figura jurídica no constituiría una preferencia, sino una renuncia de un acreedor a favor de otro u otros acreedores a cobrar su crédito, una vez satisfechos los otros créditos sea parcial o totalmente.” *Informe de la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia Recaído en el Proyecto de Ley que Introduce Modificaciones de Índole Tributaria e Institucional para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y Continúa con la Modernización del Mercado de Capitales. Informe complementario al Primer Informe de la Comisión de Hacienda*, disponible en www.senado.cl (consultada el 20 de junio de 2010).

protección a los demás acreedores ordinarios, obstando que éstos puedan ver diluidas sus mayores posibilidades de cobro por una simple declaración de voluntad del acreedor subordinado. No obstante, en el caso de un negocio de subordinación particular - generalmente posterior al nacimiento del crédito - , la posposición no es esencial al crédito. Al contrario, se recurre a ella a efectos de lograr un resultado económico determinado, como es la obtención de nuevos fondos por parte del deudor. Sin embargo, si la situación de crisis que justificó la subordinación ha concluido, o si sus términos fueron originalmente demasiado estrictos, la irrevocabilidad de la renuncia ofrece un obstáculo para dejarla sin efectos o limitar sus alcances. Constituyendo la renuncia un acto de abdicación, el poder que se había entregado al acreedor subordinado se habrá extinguido irremediabilmente, de manera que las puertas de la distribución proporcional le estarán por siempre cerradas.

Un segundo problema se refiere al carácter abdicativo de la renuncia. Nuevamente, en la órbita de la subordinación general, la idea de la renuncia puede parecer más satisfactoria que para explicar la posposición particular. Ello porque, en el primer caso, el efecto indirecto de la subordinación se radica en todos los demás acreedores ordinarios, mientras en el segundo se persigue precisamente que tales efectos beneficien a un determinado acreedor o grupo de acreedores. Habiendo negado la posibilidad de renuncia traslativa, resultará imposible echar mano a esta explicación. Además, aún haciéndolo, resultará difícil entender que si el acreedor subordinado ha transferido su “derecho a la distribución proporcional” a otro de los acreedores, este último pudiese adquirir un mejor derecho de cobro. En otras palabras, dos “derechos a la distribución proporcional” (esto es, el propio y el cedido por el acreedor subordinado), nunca podrían justificar la subordinación.

En el fondo, creemos que el problema reside en que el hecho de reconducir la subordinación voluntaria a la figura de la renuncia de derechos no alcanza a explicarla en su totalidad. El renunciar a un supuesto derecho a la proporcionalidad no necesariamente redundará en una prelación inferior, sino en cuanto tal efecto haya sido señalado de manera expresa. Dicho de otro modo, renunciar a la proporcionalidad no nos indica un resultado necesario, de forma que podría entenderse incluso – en el extremo – que lo que realmente desea el acreedor ordinario es obviar la regla para beneficiar su crédito con una preferencia. Así, a efectos de entender que tal renuncia ineludiblemente implica una posposición, deberíamos estar a la declaración particular que se haga por parte del acreedor subordinado en este sentido. En consecuencia, esta solución termina indicando que la subordinación es una renuncia a la proporcionalidad por la que se desea subordinar el crédito, cayendo en una tautología insalvable.

3. **Nuestra posición: la subordinación como exclusión voluntaria de la regla de proporcionalidad**

3.1. *Sobre la estructura común de los negocios de exclusión normativa y de subordinación*

Las teorías antes citadas no nos parecen plenamente satisfactorias. Sea por el hecho de sólo dar una justificación parcial de la cuestión o sea por los múltiples inconvenientes que su reconocimiento implica, hemos preferido buscar una explicación más precisa. Y para ello creemos que es necesario empezar por un aspecto que ha pasado muchas veces inadvertido: la subordinación voluntaria es una herramienta empleada en el ámbito de la prelación de créditos e incide particularmente en la regla de distribución proporcional que resuelve el conflicto entre los acreedores ordinarios.

Como hemos visto, la colisión de los derechos de los acreedores en su afán de cobro en un patrimonio insolvente requerirá de la coordinación de todos los créditos (*supra*, Capítulo II, 2.3). De no establecerse legalmente un modelo de coordinación, resultará que los acreedores se apresurarán en la destrucción del valor de tal patrimonio, lidiando por obtener el mejor botín. Tal destrucción no resulta económicamente eficiente en tanto asigna los derechos de manera desordenada, devastando una unidad económica que bien podría permitir un mejor pago de todos los créditos o, incluso, sobrevivir en beneficio de la comunidad.

La coordinación legal resolverá, en consecuencia, un problema económico, pretendiendo asignar los recursos de la manera que se estime más eficiente. La legislación concursal creará el marco institucional en el cual se definan, al menos, tres elementos: (i) la masa de bienes que realmente componen el patrimonio del deudor; (ii) la masa de créditos que requiere ser satisfecho sobre este patrimonio; y (iii) la forma precisa en que los créditos serán pagados, sea mediante la liquidación del activo o alguna fórmula consensuada manifestada en un convenio concursal.

Respecto a este último aspecto, el legislador otorga ciertos parámetros para la coordinación de los derechos, haciendo aplicables las reglas de prelación en el concurso. Los créditos no serán necesariamente pagados conforme a su lógica extraconcursal (íntegra y oportunamente), sino conforme a las reglas que impone la concursabilidad. Estas reglas no siguen un único criterio, sino que se articulan conforme a dos ideas fundamentales: la graduación y la proporcionalidad de los créditos.

Una fórmula de graduación implica que las posibilidades de cobro del crédito superior – cualquiera sea la técnica para conferir tal superioridad (preferencia o subordinación) – suponen la disminución de las que corresponderían al crédito inferior, restándole lo que hemos denominado como su “valor relativo”. Por su parte, cuando el legislador estima que no debe existir graduación, la pérdida del “valor

relativo” se reparte de modo homogéneo entre los créditos afectados. Cada cual experimentará igual grado de deterioro en el pago de sus créditos, en tanto el legislador no ha previsto nuevas razones para la discriminación. Los créditos ordinarios, aunque hayan nacido en diferentes épocas, por distintas fuentes o se sujeten a términos diversos, concurrirán a *pro rata* porque de esta manera se logra que los efectos tóxicos de la insolvencia no carguen innecesariamente sobre un determinado acreedor o grupo de acreedores – probablemente, los más lejanos, más desinformados o más débiles-, sino sobre la generalidad de la masa pasiva.

Esta regla de distribución proporcional supone entonces la única alternativa a la graduación, de manera que una y otra solución son lógicamente incompatibles. No puede ser de otro modo porque en la fila del reparto, o se está uno junto a otro, o uno tras otro, pero – incluso físicamente - no hay más opciones. Como primera pista, hemos de entender que la regla de graduación que crean los negocios de subordinación tiene como primer efecto la exclusión de la solución originalmente prevista por el legislador para los créditos ordinarios.

En suma, creemos que la lógica de la subordinación voluntaria no sólo nos permite reconocerla como manifestación de la autonomía privada, como lo hace una parte importante de la doctrina, sino que específicamente queremos abrirla con el ropaje de la exclusión voluntaria de una norma jurídica, cuyos efectos reconoce el ordenamiento español en el artículo 6.2 CC⁴⁷¹. Esta disposición, fruto de la modificación efectuada al Título Preliminar del CC en virtud del Decreto 1836/1974, del 31 de mayo, acepta la posibilidad que los particulares lleven a efecto tal exclusión, ofreciendo un tratamiento normativo paralelo al que se concede a la renuncia a los derechos, régimen al que hemos hecho referencia en el apartado anterior⁴⁷². El reconocimiento común de los negocios de renuncia y exclusión normativa se basa, a nuestro juicio, en que el legislador español razona que la autonomía privada no sólo sirve para abdicar derechos ya incluidos en el patrimonio del disponente (la denominada “renuncia *ex intervallo*”), sino también para evitar que un determinado

⁴⁷¹ Aún cuando el ordenamiento jurídico chileno no contiene una norma expresa como la recién enunciada, entendemos que puede llegarse a idénticas conclusiones, por un lado, sobre la base del reconocimiento general de la autonomía privada y, por el otro, atendiendo el carácter dispositivo que se le reconoce a la mayor parte de las normas de Derecho privado. Así, aceptado que sea que parte de las normas jurídicas tan solo tienen un valor supletorio a la regulación privada de los particulares, es lógico concluir que su voluntad tiene el poder de excluir tal regla a efectos de no hacerla aplicable a un determinado supuesto de hecho u ofrecer una norma alternativa.

⁴⁷² Con anterioridad a dicha modificación, la posibilidad de tal modo de renuncia parecía discutible, citándose incluso textos del Digesto (D. 2, 14, 7, 7) como antecedentes que negaban eficacia a tal propósito. Para un estudio particular de los argumentos para su aceptación o negación puede consultarse el artículo de Bernardo MORENO QUESADA (1997): “Sobre la exclusión voluntaria de la ley aplicable”, *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*, T. LXXIV, pp. 101 y ss.

derecho llegue incluso a formar parte de éste (denominada “renuncia *incontinenti*”)⁴⁷³. Y esto último sólo se logra excluyendo el régimen jurídico que concede el derecho en cuestión⁴⁷⁴.

En consecuencia, mientras la exclusión voluntaria tiene por objeto la modificación de la consecuencia señalada por una determinada norma jurídica, la renuncia se refiere exclusivamente a la abdicación de derechos subjetivos reconocidos por el ordenamiento jurídico por parte de su titular⁴⁷⁵. Aún así, suelen asociarse ambas figuras mediante el expediente de incluir a la primera bajo la rúbrica de la renuncia en sentido lato⁴⁷⁶. ENNECCERUS sostiene que ésta es “la dejación de una ventaja jurídica mediante una declaración de voluntad dirigida a tal efecto. Esta ventaja puede ser un derecho o resultar, sin que medie un derecho, de una regla jurídica que surte efecto a favor de alguien...”⁴⁷⁷. Sin embargo, agrega que en sentido estricto “No es la renuncia la mera no adquisición de un derecho si con ello no se extingue un derecho de expectativa. Lo mismo ha de decirse del caso en que de antemano, al constituirse una relación jurídica, se elimina el nacimiento de un derecho que, sin tal eliminación voluntaria, habría de surgir posteriormente en virtud de disposición legal”⁴⁷⁸.

⁴⁷³ José Luis DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS (1977): *Derecho Civil Español*, T. I, Vol. I, Imprenta Kadmos, Salamanca, p. 685 se refiere a la renuncia *incontinenti* bajo la terminología de “renuncia preventiva” (adjudicada a ROCA-SASTRE), entendiéndolo que la renuncia a un régimen legal determinado es una implícita renuncia de ley.

⁴⁷⁴ Respecto al tratamiento parejo entre ambas figuras en el Derecho español (renuncia de derechos y exclusión de ley), la doctrina se ha apresurado en indicar que los límites señalados para la exclusión voluntaria en el referido artículo 6.2 - que son los mismos aplicables para el caso de la renuncia de derechos - sólo tienen verdadero sentido en relación a ésta última. En realidad, más que la no afectación del orden e interés público o que no se produzcan perjuicios para terceros, lo único que importaría es la definición del carácter disponible o no de la norma, que es equivalente a establecer su carácter dispositivo o imperativo. Por todos, DÍEZ-PICAZO / GULLÓN, 2003, p. 190.

⁴⁷⁵ Así, Alfredo C. CASTELLO SAEZ (1995): “Cuestiones sobre la renuncia de derechos y la exclusión voluntaria de la ley: Distinción entre ambas, relación con la autonomía de la voluntad y límites para su validez”, *RGD*, Año LI, No. 604, p. 50.

⁴⁷⁶ Idea que subyace también en la calificación de renuncia otorgada por la Corte de Apelaciones de Santiago a la estipulación que han incorporado acreedor y deudor a una escritura de hipoteca para que, en caso de remate, se proceda sin previa tasación (SCA de Santiago, 1 de octubre de 1913, disponible en *Revista de Derecho y Jurisprudencia*, T. 21, Sección 1ª, p. 540).

⁴⁷⁷ Ludwig ENNECCERUS, Theodor KIPP y Martin WOLFF (1933): *Tratado de Derecho Civil*, T. II, Vol. 1, Undécima Edición, revisión por Heinrich Lehmann (traducc. de la 35a. edición alemana, estudios de comparación y adaptación a la legislación y jurisprudencia españolas por Blas Pérez González y José Alguer), Bosch, Barcelona, p.36.

⁴⁷⁸ ENNECCERUS *et al* (1950) p.37.

Pero cabe considerar que la norma que las partes pretenden excluir no siempre contiene un derecho subjetivo⁴⁷⁹. La exclusión legal tiene un alcance bastante más amplio que el que se concede a la renuncia, al menos en su aspecto objetivo. De tal suerte, la exclusión puede abarcar tantos más aspectos que los derechos concedidos por la ley, alcanzando cualquier consecuencia típica a los supuestos de hecho por ella descritos. A nuestro parecer, es este el caso de la subordinación voluntaria. Hemos visto que la regla de proporcionalidad no logra traducirse en un derecho que forma parte del patrimonio de un acreedor ordinario (*supra*, Capítulo III, 2.5), afirmación que le aleja de la figura de la renuncia, pero no así de la posibilidad de exclusión.

En suma, los negocios de exclusión se caracterizan por cuanto constituyen una manifestación de voluntad destinada al desplazamiento de una regla legal de carácter dispositivo y su reemplazo por una regla alternativa para la solución de un determinado conflicto. Su estructura, en consecuencia, da cuenta de una cierta dualidad, construyéndose sobre la base de dos fases complementarias:

- (i) La primera fase, a la que podríamos denominar como “fase de exclusión propiamente tal”, se basa en la clásica clasificación de las normas jurídicas en imperativas (*ius cogens*) y dispositivas (*ius dispositivum*). En las reglas imperativas, no se admite que la voluntad de las partes pueda modificar las consecuencias adscritas a un determinado supuesto de hecho, dado que se entiende que existe un interés público de tal gravedad que no admite la anteposición de intereses individuales. Al contrario, la exclusión voluntaria sólo es reconocida en el campo de las normas dispositivas, en tanto éstas reconocen la primacía de la voluntad privada⁴⁸⁰. De ahí que en el mundo anglosajón esta clase de normas se conozca bajo el término de *default rules*⁴⁸¹.

Encuadrar los negocios de subordinación bajo la idea de la exclusión normativa requerirá, en consecuencia, la comprobación que la regla de distribución proporcional está configurada como una regla de carácter

⁴⁷⁹ Como asimismo no consideramos completamente ajustada la distinción entre la renuncia de derechos y la exclusión de la ley aplicable bajo el binomio de mecanismo directo o indirecto de pérdida del derecho, como parece esbozar CASTELLO, *RGD* 604 (1995), p. 51.

⁴⁸⁰ Luis DÍEZ – PICAZO (1956): “La autonomía privada y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos”, *ADC*, T. II, p. 1.161, no explica esta cuestión como un desplazamiento, como una exclusión voluntaria de las leyes, sino desde la idea de las diversas formas de coordinar dos reglas (legal y voluntaria) contradictorias. Si la colisión se resuelve a favor de la regla legal, significará que ésta tiene un carácter imperativo. Si, al contrario, se otorga primacía al precepto voluntario, la regla legal tendrá un carácter dispositivo. Pero no podría hablarse propiamente de exclusión en tanto la ley dispositiva, aún en el caso de que los particulares hubiesen previsto una solución contradictoria, mantiene plenamente su vigor.

⁴⁸¹ Jason SCOTT JOHNSTON (1990): “Strategic bargaining and economic theory of contract default rules”, *Y.L.J.*, No. 100.3, *passim*.

dispositivo. O, en otras palabras, justificar la ausencia de un interés público de tal magnitud que impida a los acreedores ordinarios plantear una solución diferente para su conflicto de intereses. A esta cuestión nos dedicaremos *infra*, Capítulo III, 3.2.

- (ii) Una segunda fase, a la que nombraremos como “fase de creación”, tiene por objeto establecer la norma (o, mejor dicho, una consecuencia jurídica) que deberá aplicarse al tiempo de presentarse el supuesto típico. Así, esta figura necesariamente engarza con la libertad de pactos (artículo 1.255 CC), a efectos de llenar el contenido que la exclusión vacía mediante el establecimiento de los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente para resolver el conflicto jurídico, siempre que no sean contrarios a las leyes, a las buenas costumbres, a la moral ni al orden público.

En consecuencia, los negocios de subordinación deben completarse con la creación de una nueva regla de prelación que tendrá aplicación cada vez que, de no haber sido excluida, hubiese sido necesario acudir a la solución creada por la regla de distribución proporcional. Como hemos indicado, esta exclusión sólo puede rellenarse con una regla de graduación, que – conforme al principio de legalidad de las preferencias – sólo puede ir a la baja. Esta fase será descrita con mayor detalle *infra*, Capítulo III, 3.3.

Hemos de agregar, finalmente, que la exclusión voluntaria de las normas se comporta a modo de un negocio privado que tiene por efecto la no aplicación de una regla legal para un caso en particular. Por tanto, no puede suponerse una pretensión de exclusión genérica, asimilable a la derogación, por cuanto ningún individuo es portador exclusivo de una voluntad general capaz de producir tal efecto. Pero tampoco puede suponerse que los manifestantes puedan excluir una regla que no incidiere únicamente en su posición jurídica, afectando las reglas aplicables a terceros extraños a la relación. Esta intromisión sería inaceptable en cuanto convertiría a los individuos en legisladores de situaciones ajenas.

Por tanto, por medio de la subordinación voluntaria, el manifestante no puede modificar la regla de proporcionalidad aplicable a los concursos en los que no interviene ni para solucionar un conflicto entre créditos que no incluyan el propio. Ello también es así en un negocio de subordinación. Éste no altera la regla de proporcionalidad que resuelve la concurrencia de los demás acreedores ordinarios, sino que sólo tiene por fin la degradación del propio crédito mediante la creación de una regla de graduación. El beneficio obtenido por los acreedores ordinarios resultará del efecto indirecto de la nueva regla de graduación del crédito subordinado: el valor relativo de sus créditos se verá alterado del mismo modo que si uno de los acreedores hubiese remitido la deuda o no hubiese comunicado su crédito al concurso.

Por su parte, los particulares pueden dar cuenta de su interés en desplazar una norma jurídica sea de manera expresa o tácita. En los hechos, la primera forma se presenta con menor frecuencia dado que supone un conocimiento perfecto del contenido de la norma jurídica que permite la exclusión y de aquella que es finalmente excluida. La forma tácita, en cambio, sólo supone que el particular estipule una regla contradictoria con aquella definida previamente por el ordenamiento jurídico⁴⁸². En la práctica, los negocios de subordinación suelen manifestarse de este segundo modo. No es necesario que el excluyente dé cuenta de que su crédito no concurrirá con otros en los términos señalados en la regla de distribución proporcional, sino que solamente disponga de un modo de coordinación de intereses que sea incompatible con esta última. Como hemos señalado, esta incompatibilidad sólo puede estar dada por la graduación de los créditos, y, en atención al principio de legalidad de las preferencias, sólo a modo de deteriorar las posibilidades de cobro.

Por último, la manifestación de voluntad puede ser tanto unilateral como bilateral, dependiendo del campo de actuación de la norma que se pretende excluir⁴⁸³. Si bien la práctica usualmente determina una exclusión a nivel convencional (en la redacción misma del contrato)⁴⁸⁴, nada impide que se efectúe mediante un negocio de carácter unilateral⁴⁸⁵. Ahora bien, si se trata de una exclusión unilateral, los terceros no pueden ser perjudicados como resultado de la nueva consecuencia jurídica, sino sólo indemnes o beneficiados como efecto reflejo del negocio realizado por terceros.

3.2. *Los negocios de subordinación como exclusión voluntaria de la regla de proporcionalidad*

3.2.1. *Configuración de las normas dispositivas y su posibilidad de exclusión*

Aunque el artículo 6.2 CC no distingue, la doctrina ha coincidido en concluir que la exclusión normativa sólo es posible si se trata de una norma de carácter dispositivo, de modo que no pueden dejarse sin aplicación los términos de una ley

⁴⁸² Creemos que la contradicción debe seguir iguales parámetros (aunque no se trate propiamente de la misma figura) que la derogación tácita de la ley. En este sentido, deberá apreciarse la incompatibilidad absoluta entre la norma jurídica y aquella dispuesta por la autonomía de la voluntad, en términos equivalentes a los dispuestos en el artículo 2.2 CC y el artículo 52 CCCh. Este último dispone que “La derogación de las leyes podrá ser expresa o tácita. Es expresa, cuando la nueva ley dice expresamente que deroga la antigua. Es tácita, cuando la nueva ley contiene disposiciones que no pueden conciliarse con las de la ley anterior. La derogación de una ley puede ser total o parcial.”

⁴⁸³ Cfr. DÍEZ – PICAZO / GULLÓN, 2003, pp. 190.

⁴⁸⁴ Vid. Francisco RIVERO HERNÁNDEZ (2000): “Artículo 6: Exclusión voluntaria de la ley y renuncia de derechos”, en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, T. I., Título Preliminar (coord. Joaquín Rams Albesa), J.M. Bosch Editor, Barcelona, p. 184.

⁴⁸⁵ Para el caso específico de la subordinación voluntaria, un supuesto unilateral es expresamente reconocido en el artículo 2.489 CCCh.

imperativa o de *ius cogens*⁴⁸⁶. Esta conclusión cobra fuerza si consideramos que el artículo 6.3 CC continúa disponiendo que “*Los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención*”.

Esta cuestión se aproxima con mucha fuerza a las ideas que limitan la posibilidad de elección del Derecho aplicable en el campo del Derecho internacional privado. A este respecto, debemos partir de la base que ya el artículo 3.1 del Convenio de Roma de 1980, sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales, dispone que los contratos se regirán por la ley elegida por las partes. A esta posibilidad se le denomina “autonomía conflictual”, en tanto permite a los particulares la designación de las reglas que resultarán aplicables al contrato; y debe ser distinguida de la “autonomía material”, que – conforme a la libertad de pactos – permite a las partes incluir en su convención todas las cláusulas que estimen pertinentes para delimitar su relación jurídica⁴⁸⁷.

Esta distinción bien nos sirve en el ámbito interno, por cuanto la exclusión voluntaria sólo se refiere a lo que en Derecho internacional privado denominaríamos “autonomía conflictual”, en cuanto su función principal no se satisface únicamente en la indicación que un determinado ordenamiento (o parte del mismo) no resultará aplicable, sino en la localización del conjunto de reglas jurídicas que deberá ser utilizado para su ordenación. Al contrario, la “autonomía negocial” no se aleja de las ideas básicas del Derecho privado, en tanto admite que las partes contemplen todos los pactos que estimen necesarios para el cumplimiento de la finalidad económica que se proponen.

En este sentido, también serán diferentes los límites que afecten a ambas clases de autonomías. Mientras la libertad de pactos se sujeta a los límites clásicos de la autonomía privada (conforme al artículo 1.255 CC, las leyes, la moral, y el orden público), la autonomía conflictual – al igual que la posibilidad de exclusión voluntaria – se sujeta al único límite de que la norma que pretende ser excluida no sea de aplicación imperativa⁴⁸⁸. Es en este sentido que debe leerse el artículo 16 del citado

⁴⁸⁶ Vid., por todos, DÍEZ – PICAZO / GULLÓN, 2003, pp. 190. La referencia debe asociarse a la limitación que establece el artículo 1.255 CC a la libertad contractual. Así lo declaró la STS 11 de marzo de 1959, en el sentido que “el artículo 1.255 debe entenderse en su verdadero sentido, de que las normas legales que contienen preceptos de Derecho supletorio de la voluntad de los interesados, admiten acuerdos o declaraciones contrarios a ellos, con lo que bien mirada la cuestión, en ese caso, los actos contrarios a lo dispuesto en tales declaraciones no son actos contrarios a lo declarado en la ley, ya que la misma admite ser contradicha, siendo sólo nulos los actos realizados contra lo ordenado en las leyes preceptivas” (disponible en *Jurisprudencia Civil* (1959), T. LXXVII (marzo), pp. 396 - 415).

⁴⁸⁷ José Antonio PÉREZ BEVIÁ (2006): “Obligaciones contractuales”, en AA.VV., *Lecciones de Derecho Civil Internacional*, Tecnos, Madrid, p. 261.

⁴⁸⁸ El artículo 6 del *Code Civil* francés ya disponía que “*On ne peut déroger, par des conventions particulières, aux lois qui intéressent l'ordre public et les bonnes moeurs*”, norma que conserva hasta el día

Convenio de Roma, al disponer que “no podrán excluirse la aplicación de una disposición de la Ley designada por el presente Convenio salvo cuando sea manifiestamente incompatible con el orden público del foro”, norma que debe ser complementada por el artículo 7.2 del mismo Convenio al disponer que “las disposiciones del presente Convenio no podrán afectar la aplicación de las normas de la ley del país del Juez que rijan imperativamente la situación, cualquiera que sea la ley aplicable al contrato”⁴⁸⁹.

Pero toda esta cuestión topa con la dificultad técnica de distinguir una norma jurídica imperativa de una dispositiva. Lo anterior sólo resulta sencillo cuando el legislador ha impedido de modo expreso una solución diferente a la contenida en la ley⁴⁹⁰, o cuando se responde al llamado de la disposición “salvo pacto en contrario”, fórmulas que, en todo caso, no son indispensables para impedir o dar cabida a la exclusión de la norma⁴⁹¹. En los demás casos, la calificación imperativa o dispositiva de la regla legal resultará de su interpretación⁴⁹². Para estos efectos debemos partir de la idea de que toda norma tiene por objeto la solución de un conflicto de intereses, y de ahí que siempre exista – al menos – el interés general de evitarlos. Tal conflicto existe “cuando, sobre un objeto idéntico, que es un bien de la naturaleza o un bien cultural,

de hoy su texto original. Interpretando este artículo *a contrario sensu*, resultará que cuando el orden público y las buenas costumbres no estén involucrados, el Derecho francés ha admitido que los particulares modifiquen las soluciones legales para los fines que estimen convenientes.

⁴⁸⁹ Sobre el particular, *vid.*, especialmente, José Carlos FERNÁNDEZ ROZAS y Sixto SÁNCHEZ LORENZO (2007): *Derecho Internacional Privado*, Cuarta edición, Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 463 – 467.

⁴⁹⁰ Para estos efectos, el legislador generalmente utiliza expresiones tales como “aunque se pacte lo contrario” (artículo 1.608 CC), “no obstante cualquier estipulación en contrario” (artículos 150, 1.615 y 2.415 CCCh), “aunque éste disponga lo contrario” (artículo 1.409 CCCh), “toda estipulación [o pacto] en contrario es nula[o]” (artículos 1.884 CC, 1.721 y 2.441 CCCh) o “toda estipulación en contrario se tendrá por no escrita (artículo 2.031 CCCh) o “sin que valga estipulación alguna en contrario (artículo 2.397 CCCh).

⁴⁹¹ Esta fórmula es corrientemente utilizada por el legislador, para lo cual vale revisar las normas contenidas en los artículos 544, 567, 1.175, 1.455, 1.534, 1.571, 1.575, 1.645, 1.760, 1.882, 1.883, todos ellos del CC, y en los artículos 759, 1.157, 1.162, 1.334, 1.335, 1.488, 1.589, 1.591, 1.595, 1.813, 1.839, 1.910, 1.981, 2.032, 2.054, 2.076 y 2.271, todos ellos del CCCh. También puede revisarse esta cuestión desde la consideración de los elementos de la naturaleza de los contratos, dado que, definidos como aquéllos que no siendo esenciales en ellos, se entienden pertenecerles, sin necesidad de una cláusula especial, la actuación de la autonomía privada se reduce a su exclusión o modificación. Para la coordinación entre las normas jurídicas de carácter dispositivo y los elementos de la naturaleza de los contratos, *vid.* Rudolph von IHERING (1998): *El Espíritu del Derecho Romano en las Diversas Fases de su Desarrollo*, T.I. (traducc. Enrique Príncipe y Satorres, de las ediciones de 1852 - 1865), Comares, Granada, p. 719.

⁴⁹² DÍEZ – PICAZO, *ADC* 2 (1956), p. 1.156, expresa que “La dilucidación del carácter imperativo o dispositivo de una norma es una de las tareas de interpretación más delicadas que en la aplicación del derecho pueden presentarse y necesaria en todo caso para lograr una perfecta valoración del precepto interpretado”.

apto para satisfacer necesidades o aspiraciones, dos o más personas ocupan posiciones y mantienen posturas que son entre sí antagónicas o incompatibles”⁴⁹³.

La forma más básica de resolución de dicho conflicto es la vía convencional, esto es, cuando las partes interesadas, haciendo uso de su autonomía, resuelven de acuerdo a sus más particulares y diversas pretensiones. Por ejemplo, pensemos en el conflicto que se genera en el ámbito del contrato de compraventa para determinar sobre quién pesan los gastos de la entrega. Es evidente que ambos contratantes – comprador y vendedor - pretenderán desligarse de ellos puesto que pueden terminar mermando los provechos que esperan obtener del negocio. Pero son también los contratantes quienes de mejor manera pueden resolver el conflicto haciendo uso de las herramientas propias de todo proceso de negociación. El comprador, por ejemplo, aceptaría tomar tales gastos a su cargo si, con ello, logra una rebaja en el precio o un aumento en la cantidad o calidad de los bienes. El vendedor, por su parte, los aceptaría si puede incluirlos de alguna manera en el precio de venta. Pero estas soluciones, y otras muchas a las que puede llegar la imaginación de las partes, no siempre son ni pueden ser siempre previstas por el legislador, por cuanto se basan en la más pura lógica de la contratación.

Los mecanismos heterónomos de solución deben operar entonces cuando: (i) las partes, por cualquier motivo, no han resuelto negocialmente dicho conflicto; y (ii) el legislador se haya reservado en exclusiva la respuesta jurídica, considerando la existencia de intereses generales que superan las pretensiones de los particulares. En el primer caso, el legislador habrá dispuesto de una norma de carácter meramente dispositivo y supletorio a la voluntad de las partes, mientras en el segundo la norma será calificada como imperativa o de Derecho necesario. La distinción entre una y otra técnica debe buscarse en la intensidad del interés general comprometido.

En cualquier caso, un agente externo (normalmente, el legislador o el tribunal) debe tomar partido por cualquiera de los intereses involucrados, efectuando una valoración abstracta de los mismos. En el ejemplo, que el artículo 1.465 CC disponga que los gastos de entrega son de cargo del vendedor, no significa que éste haya resultado perdedor en la resolución del conflicto, sino que el legislador ha estimado que lo lógico es que sea éste quien absorba los gastos derivados del cumplimiento de su obligación de entrega. Pero también es lógico que el vendedor, en conocimiento de esta norma, tome en consideración tales gastos para la determinación del precio ofrecido.

Es fácil observar que, aún cuando el ordenamiento no ha calificado esta norma como dispositiva, las partes pueden variar su consecuencia jurídica imputando los gastos al comprador. El interés general comprometido en la norma únicamente viene de la necesidad de solución de un conflicto no resuelto por las partes, pero este interés puede satisfacerse de maneras diferentes a la propuesta por el legislador. En cambio,

⁴⁹³ Luis DIEZ- PICAZO (1987): *Experiencias Jurídicas y Teoría del Derecho*, Ariel, Barcelona, p. 12.

en las normas imperativas el legislador estima que sólo mediante un negocio jurídico articulado del modo indicado en la ley puede lograrse una finalidad socialmente beneficiosa.

Si de una norma en particular no se colige abiertamente su carácter imperativo o dispositivo, corresponderá al intérprete distinguir la intensidad del interés público comprometido, cuestión que deberá indagar del régimen jurídico general que se concede a esa relación. Como señala DÍEZ-PICAZO, “Para averiguarlo [*el carácter imperativo o dispositivo de una norma*] será preciso poner en juego todo el material interpretativo: unas veces bastará la pura interpretación gramatical; otras será preciso analizar lógica y sistemáticamente el precepto; otras, en fin, se necesitará captar su íntima *ratio* para establecer su alcance”⁴⁹⁴. Por ejemplo, si nos situamos en el campo de normas protectoras – como las que configuran el Derecho laboral o las leyes de protección a los consumidores – bien podrá concluirse la imperatividad de aquellas otras normas de protección que no han sido expresamente calificadas como imperativas por parte del ordenamiento. Su finalidad no estaría completamente satisfecha si sólo se refiriese a algunos aspectos de la relación, de lo que surge la necesidad de interpretar teleológicamente el régimen jurídico que se le concede.

En el caso de la regla de distribución proporcional, los ordenamientos a la vista no se han pronunciado directamente sobre su imperatividad o disponibilidad, sino hasta que se ha aceptado la figura de la subordinación voluntaria. Eliminado el criterio meramente gramatical, siempre queda el recurso a los elementos lógicos, sistemáticos y teleológicos. A este respecto, nos parece que la solución queda servida en tanto comprendamos que la regla de proporcionalidad no se consagra como un mecanismo de coordinación especialmente protector de una determinada clase de sujetos - los acreedores ordinarios – porque tal fin de protección quedaría cojo si no se hubiesen dispuesto otras medidas de intangibilidad del crédito y de su valor relativo. Al contrario, nada impide que el acreedor ordinario condone la obligación correlativa ni que opte por no comunicar su crédito al concurso, ambas circunstancias que tendrían igual efecto, al menos, que un negocio de subordinación general.

Pero una finalidad de resguardo no es la única que justifica la calificación de imperatividad de las normas, como también ocurre con las normas que constituyen requisitos o presupuestos de un determinado negocio o posición jurídica⁴⁹⁵. Pero tampoco será el caso, en tanto un crédito no es esencialmente ordinario, por cuanto su calificación puede incluso variar a la de preferente en caso que se haya constituido alguna clase de garantía real para asegurar su cumplimiento. Así también, admitiéndose la posibilidad de renuncia de los privilegios, un crédito puede perder tal carácter para pasar a ser ordinario. En las reglas de coordinación, en consecuencia, siempre hay un cierto espacio a la autonomía privada (*supra*, Capítulo II, 3.1).

⁴⁹⁴ DÍEZ – PICAZO, *ADC* 2 (1956), p. 1.165.

⁴⁹⁵ DÍEZ – PICAZO, *ADC* 2 (1956), pp. 1.166 y 1.167.

En suma, el único interés público que advertimos en la regla de distribución proporcional es el del otorgamiento de una solución eficiente a la concurrencia de créditos ordinarios en el concurso. Pero la intensidad de este interés no es tal que no admita soluciones diferentes, siempre que no se vulnere el principio de legalidad de las preferencias. Salvo esta limitación, al legislador le deberían resultar indistintas las variaciones en las fórmulas de cálculo del valor relativo de los créditos, siempre que se trate de reglas lo suficientemente completas como para efectivamente resolver el conflicto. Una modificación como tal no tiene por qué vulnerar el “interés superior de la sociedad” o “un interés general que resultaría comprometido si los particulares fueran libres de impedir la aplicación de la ley”⁴⁹⁶. Esta misma lógica ya ha sido asimilada para admitir los negocios de posposición de rango hipotecario (*supra*, Capítulo I, 2.2).

Y, para el caso que estos argumentos no resulten suficientes, siempre deberá prevalecer la “presunción de derecho dispositivo”, cuestión que “es consecuencia del principio de la autonomía de la voluntad reconocido y sancionado por nuestro derecho positivo”⁴⁹⁷. Por tanto, más que correspondernos comprobar la disponibilidad de la regla de distribución proporcional, le tocará buscar los correspondientes argumentos a quienes quisieren fundamentar su carácter imperativo.

3.2.2. Función jurídica de las normas dispositivas en general y sobre la disponibilidad de la regla de distribución proporcional

Bien puede cuestionarse la utilidad jurídica de las normas dispositivas si pueden ser excluidas por voluntad de los particulares⁴⁹⁸. Cabe aclarar preliminarmente que toda norma jurídica, sea o no de naturaleza imperativa, es igualmente obligatoria y coercitiva⁴⁹⁹. Ello significa que los particulares deben acatar su contenido, y los tribunales resolver conforme a ellas, con independencia a si éstas pueden o no haber sido desplazadas por la voluntad de los particulares. La posibilidad de exclusión no

⁴⁹⁶ Razones que, conforme señala Francisco BONET RAMÓN (1953): “Sistema interno del Derecho civil”, *RDP*, No. 441, p. 1.111, terminan por resumir toda justificación a la imperatividad de las normas.

⁴⁹⁷ Díez – PíCAZO, *ADC* 2 (1956) p. 1.168.

⁴⁹⁸ Este debate es planteado por José PUIG BRUTAU (1989): *Fundamentos de Derecho Civil*, T. Preliminar, Segunda edición, Bosch, Barcelona, p. 24.

⁴⁹⁹ No concordamos, por tanto, con la opinión de Jacques GHESTIN (1994): *Traité de Droit Civil, Introduction Générale*, Cuarta edición, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, p. 296 y ss., al clasificar las normas supletoria e imperativas de acuerdo a sus grados de fuerza obligatoria. Al contrario, creemos más acertada la expresión de Arturo ALESSANDRI RODRÍGUEZ y Manuel SOMARRIVA UNDURRAGA (1998): *Tratado de Derecho Civil. T.I. Partes Preliminar y General*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, p. 46, al señalar que “Esto no quiere decir que las normas de orden privado carezcan de la imperatividad inherente a toda norma, sino sólo que la aplicación de ellas queda a merced de los interesados.”

ejercitada no puede implicar una debilitación de la fuerza obligatoria de la norma dispositiva. Por tanto, la coactividad de la norma jurídica y la posibilidad de exclusión de la misma funcionan en planos diferentes⁵⁰⁰.

En cualquier caso, nos parece pertinente la aclaración efectuada por DE CASTRO, que, en razón de la fuerza obligatoria de toda norma jurídica, descarta su renunciabilidad⁵⁰¹. Por ello, la “renuncia de la ley” y su “exclusión voluntaria” no son figuras idénticas. La exclusión no puede significar la derogación (aun particular) de la norma jurídica, dado que ella es expresión de un valor que siempre tiene una eficacia subsidiaria a la voluntad de las partes⁵⁰². La imposibilidad de renunciar a las leyes es consecuencia de que, al no tener como origen la voluntad de los individuos sino de la comunidad, aquéllos no pueden privarle completamente de efectos⁵⁰³. Pero aún a pesar de estas diferencias, la lógica de la derogación nos ayudará siempre a determinar la forma y extensión de la exclusión voluntaria, por lo que no vemos inconveniente en echar mano de ella para poder hablar por ejemplo -aunque sea analógicamente - de “exclusión tácita” o de “exclusión parcial”, de la mano de la derogación tácita o de la derogación parcial, respectivamente.

Pero una vez que el excluyente ha dado el paso crítico y ha dispuesto una consecuencia jurídica diferente a la consagrada por el legislador, estimamos que una y otra solución (esto es, la legal y la voluntaria) poseen la misma fuerza obligatoria⁵⁰⁴. Por ejemplo, ya en el plano contractual, igual fuerza vinculante tiene el hecho que se aplique una disposición legal que determine que los gastos de entrega son de cargo del vendedor (artículo 1.465 CC), como aquella que pacten las partes para hacer responsable de ellos al comprador. Del mismo modo, y ahora volviendo al tema de la subordinación voluntaria, tan exigible será la regla de la distribución proporcional como aquélla que, dispuesta de conformidad a las exigencias generales o particulares del ordenamiento, resuelve el establecimiento de una regla de posposición general o

⁵⁰⁰ Vid. José CASTÁN TOBEÑAS (1986): *Derecho Civil Español, Común y Foral*, T.I., Vol. I., reimpresión de la décimo segunda edición, revisada y puesta al día por José Luis de los Mozos, Reus, Madrid, pp. 403 y 404, y Xavier O'CALLAGHAN (2001): *Compendio de Derecho Civil*, Editorial de Derecho Reunidas, Madrid, p. 72.

⁵⁰¹ DE CASTRO, 1984, p. 539.

⁵⁰² Así también, ALESSANDRI / SOMARRIVA, 1998, p. 47.

⁵⁰³ DíEZ-PICAZO, *ADC* 2 (1956), p. 1.164.

⁵⁰⁴ Esta equivalencia de efectos no implica, sin embargo, una equiparación absoluta, y de ahí que los textos legales sólo tiendan a asimilar su fuerza vinculante (artículo 1.091 CC y 1.545 CCCh). Por ejemplo, la valoración que puede hacerse de ambas consecuencias jurídicas se ajustará los diferentes parámetros establecidos para su validez. En términos generales, la consecuencia dispuesta por la regla legal será sometida al análisis de jerarquía normativa (especialmente, un juicio acerca de su constitucionalidad), mientras que aquélla señalada por los particulares deberá pasar los filtros que suponen las limitaciones a la autonomía privada, reflejadas por la ley, el orden público, la moral y las buenas costumbres.

particular para el pago del crédito. No corresponde ni al tribunal ni a la administración concursal restar el valor de esta última cuando se ha verificado el cumplimiento de todo requisito de validez que le resulte aplicable.

Por su parte, el campo de aplicación de la norma dispositiva será siempre supletorio, incluyendo tanto aquél que se produce en el caso que los particulares no hayan procedido a excluir voluntariamente sus consecuencias jurídicas, como el que resulta en cuanto la exclusión no haya sido eficaz⁵⁰⁵. La exclusión será ineficaz no sólo en cuanto se estime que la norma no tenía un carácter dispositivo (sino imperativo), sino también cuando se han vulnerado los límites a los que está sujeta la autonomía privada o no se han respetado los requisitos de validez aplicables a toda declaración de voluntad. Adicionalmente, y como estudiaremos más adelante, también puede decirse que la exclusión resulta ineficaz en aquellos casos en los que los particulares se han limitado a desplazar la consecuencia jurídica señalada en una determinada norma legal sin determinar un efecto alternativo, siempre y cuando dicho efecto no pueda colegirse del mismo hecho de la exclusión.

Entonces tanto la norma legal como aquella regla que emana de la autonomía privada resultan vinculantes, aunque dicha asimilación no pueda ser completa⁵⁰⁶. La norma legal siempre vela por ciertos intereses generales, basados en aquellos aspectos que el legislador ha considerado indispensables para el otorgamiento de una determinada solución jurídica. En el caso de la regla de proporcionalidad, el legislador está particularmente preocupado en solucionar el problema de la concurrencia de acreedores mediante una fórmula económicamente eficiente: la distribución de los efectos de la insolvencia del deudor en el número más elevado posible de acreedores (*supra*, Capítulo II, 2.4).

Pero este interés general que justifica la regla de distribución proporcional no ha sido dispuesto a favor de un ente abstracto – una “comunidad” de acreedores ordinarios – ni de la sociedad en general, sino en beneficio de cada uno de los acreedores ordinarios involucrados en un determinado procedimiento concursal. En razón de ello, creemos que no existen motivos para negar a uno o más de tales acreedores que puedan disponer una regla de coordinación diferente que les sitúe en peor posición, siempre que exista un verdadero interés particular que se superponga a la finalidad genérica de la regla de proporcionalidad. Este interés particular

⁵⁰⁵ Vid., por todos, Jacinto GIL RODRÍGUEZ (1995): “Eficacia de las normas jurídicas”, en AA.VV., *Manual de Derecho Civil*, T.I., Marcial Pons, Madrid, pp. 83 y 84. DÍEZ-PICAZO, *ADC* 2 (1956), p. 1.163 ha restringido la idea de supletoriedad de la regla dispositiva a fin de evitar que se le trate como una regla de segundo orden. “No es un derecho cuya única función sea llenar los claros o lagunas de la autonomía, sino, al revés, un derecho que funciona como regla general, excepto en el caso de existencia de un precepto expreso o tácito de autonomía”.

⁵⁰⁶ Ejemplo de lo anterior resulta en que, una infracción de ley es sancionada con la nulidad, mientras que la infracción del negocio jurídico deriva en responsabilidad. Sin embargo, en lo que nos interesa, ambas situaciones se encuentran sancionadas por el ordenamiento jurídico.

generalmente se referirá a la obtención de una retribución más elevada por la asunción de un mayor riesgo de insolvencia, a facilitar la provisión de nueva financiación (“*fresh money*”) a la sociedad en la que se participa, o, incluso, a la mera liberalidad.

Ahora bien, vale la pena recordar que ha existido una fuerte tendencia a argumentar que las normas dispositivas no contienen una licencia abierta a las partes involucradas. La indicación que esta clase de reglas también envolvería un cierto grado de restricción a la autonomía privada se utilizó mayormente para resolver los problemas que se generaban – previo al nacimiento de la regulación protectora del consumidor – por los abusos contenidos en las condiciones generales de la contratación. Aún así, nos parece que su referencia es necesaria para cualquier ámbito porque difícilmente podría sostenerse que la señalada limitación sólo puede justificar las limitaciones en las relaciones de consumo⁵⁰⁷. Y, aún así, valga la apreciación para juzgar las consecuencias de la incorporación de una cláusula de subordinación en este ámbito.

En España, esta tendencia es iniciada por DE CASTRO, basado en una lógica importada desde Alemania, dando lugar a la idea de la función directiva de las reglas dispositivas⁵⁰⁸. El citado autor afirma que éstas darían cuenta de las consecuencias naturales o típicas de un contrato, respondiendo a la normalidad de los intereses en juego⁵⁰⁹. De lo anterior resultaría, como limitación intrínseca de la autonomía privada, que la norma dispositiva tampoco podría ser excluida cuando producto de ello resultase un desequilibrio que no puede ser justificado en atención a las pretensiones típicas de las partes, la normalidad comparativa (con otras operaciones presentes en el mercado) y otras circunstancias que pudiesen servir de fundamento a la exclusión.

Para entender lo recién señalado, creemos que es necesario volver un par de pasos atrás en este razonamiento. Cuando el legislador provee de una determinada solución a un conflicto de intereses, razonaría sobre la base de los elementos esenciales del negocio típico y de la normalidad de la relación conforme a la experiencia jurídica⁵¹⁰. Como expone JIMÉNEZ HORWITZ, “El equilibrio contractual se expresa de manera privilegiada en el régimen legal”⁵¹¹. Pero, como es evidente, el legislador no

⁵⁰⁷ Jesús ALFARO AGUILA – REAL (1991): *Las Condiciones Generales de la Contratación*, Civitas, Madrid, p. 89.

⁵⁰⁸ Lógica que siguen también, por ejemplo, Luis Humberto CLAVERÍA GOSÁLBEZ (1979): “La predisposición del contenido contractual”, *RDP*, julio - agosto, p. 682; Antonio CABANILLAS SÁNCHEZ (1982): “La naturaleza del “leasing” o arrendamiento financiero y el control de las condiciones generales”, *ADC*, Vol. 35, No. 1, pp. 79 - 86; y Margarita JIMÉNEZ HORWITZ (2007): “La renuncia de derechos y la buena fe contractual en el ámbito de las normas imperativas de protección”, *ADC*, Vol. 60, No. 2, pp. 515 – 522.

⁵⁰⁹ DE CASTRO, 1982, p. 1.061.

⁵¹⁰ DÍEZ-PICAZO, 1987, p. 83.

⁵¹¹ JIMÉNEZ HORWITZ, *ADC* 60.2 (2007), p. 518.

puede colocarse en todos los supuestos que pueden presentarse en el tráfico conforme a los dispares intereses de los particulares. De esta manera, el carácter dispositivo de la norma permitiría que éstos alteren la consecuencia jurídica prevista por el legislador para la satisfacción de sus necesidades particulares. O, en el decir de JIMÉNEZ HORWITZ, que busquen un equilibrio contractual diferente, siempre que exista una justificación que compense el perjuicio potencial que podría experimentar una de las partes, probablemente, la más débil en la negociación.

No podría entenderse que el carácter dispositivo de la norma permite el establecimiento de cualquier consecuencia si de ello se deriva una solución injusta al conflicto. Cabe recordar, como hemos indicado, que la exclusión voluntaria como tal - limitada únicamente por el carácter imperativo de la norma - debe distinguirse del hecho en el que el particular proceda a manifestar su voluntad, ejerciendo la libertad de pactos para completar la consecuencia jurídica que corresponde al supuesto de hecho. Y es en esta segunda esfera de actuación en la que deben considerarse todos los límites a la autonomía privada y todos los requisitos de validez de todo negocio.

Esta perspectiva no es unánime. Así, por ejemplo, ALFARO expone que la justicia del contenido del pacto no queda entregada al juicio del derecho dispositivo, sino, en esencia, a la verificación de un consentimiento contractual libre. La explicación de DE CASTRO sería entonces, a juicio de ALFARO, “contradictoria con los principios del ordenamiento, porque cuando éste quiere negar los particulares poder para derogar una norma, afirma expresa o tácitamente su carácter imperativo”⁵¹². Por su parte, GARCÍA AMIGO advierte que esta interpretación del Derecho dispositivo no puede mantenerse con arreglo al ordenamiento positivo español (ni de ningún otro país). Señala que “No se pretende negar aquí que el Derecho dispositivo encierra una regulación equitativa: antes al contrario, desde un punto de vista abstracto o general en que siempre se sitúa el legislador, el Derecho dispositivo – salvo error o intereses creados – representa la regulación más equitativa que pueda concebirse para las situaciones previstas, sencillamente debido al hecho de estar formulada por un tercero técnico en la materia – como es o debe ser el legislador – y ser un tercero ajeno en principio a las relaciones contractuales concretas, elegido por la comunidad jurídica para decir qué es lo justo, esto es para formular una norma y medida que nos permita calibrar la justicia de la conducta de los ciudadanos. Pero nadie puede negar que precisamente este legislador ha formulado la norma primaria y fundamental de todo nuestro sistema jurídico privado, de que los ciudadanos pueden autorregular sus propias relaciones jurídicas...”⁵¹³

La lógica expuesta por GARCÍA AMIGO se reduce a la máxima del *qui dit contractual dit juste*. Pero al menos deberá admitirse que cuando una respuesta contractual envuelva un desequilibrio grosero en relación al modelo establecido en la

⁵¹² ALFARO, 1991, pp. 88 y 89.

⁵¹³ Manuel GARCÍA AMIGO (1969): *Condiciones Generales de los Contratos (Civiles y Mercantiles)*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, p. 248.

norma dispositiva hay buenas razones para sospechar. Podrá recelarse que la voluntad puede no haber sido lo suficientemente libre e informada a fin de ser una manifestación válida desde el punto de vista jurídico. Cabe admitir, como expresa ALBIEZ, que el Derecho dispositivo tiene también “la función de servir de modelo al juez para enjuiciarlas [las condiciones generales] correctamente”⁵¹⁴.

Por su parte, CARRASCO considera que el Derecho dispositivo es neutro en la proposición de valores de la contratación. De ahí que, “incluso entre consumidores, y salvo las menciones singulares a las que se ha hecho referencia, el pacto contrario a norma dispositiva no es sin más una cláusula contraria a la buena fe ni una cláusula que cause un desequilibrio importante de derechos y deberes de las partes”⁵¹⁵. Pero esta conclusión debe observarse en su justa medida, en cuanto se refiere al control de cláusulas abusivas en los términos de la Disposición adicional primera de la Ley 26/1984, de 19 julio, General para la Defensa de Consumidores y Usuarios. Pero no parece admisible conforme a la nueva redacción del artículo 86 del RDLeg 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, conforme al cual “En cualquier caso serán abusivas las cláusulas que limiten o priven al consumidor y usuario de los derechos reconocidos por normas dispositivas o imperativas...”, agregando ciertos casos particulares que de ningún modo pueden ser considerados como parte de un listado taxativo⁵¹⁶.

3.2.3. *Función económica de las normas dispositivas en general y sobre la racionalidad de la regla de distribución proporcional*

A partir del análisis económico del Derecho se ha señalado que la finalidad supletoria de las normas dispositivas posee la virtud de disminuir los costes de transacción entre particulares⁵¹⁷. En el caso hipotético en que un ordenamiento jurídico sólo contare con normas de carácter imperativo - dejando toda otra cuestión al arbitrio de la libertad de pactos -, los particulares se desgastarían en la determinación de todas y cada una de las cuestiones que fueren pertinentes para componer el negocio jurídico que desean celebrar. Y vaya desborde de imaginación que sería preciso para la celebración del más insignificante de los negocios.

⁵¹⁴ Klaus Jochen ALBIEZ DOHRMANN (2009): *La Protección Jurídica de los Empresarios en la Contratación con Condiciones Generales*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 184.

⁵¹⁵ Ángel CARRASCO PERERA (2007): “Invalidéz e ineficacia en los contratos con consumidores”, en AA.VV., *Las Nulidades de los Contratos: un Sistema en Evolución* (coord. Jesús Delgado Echeverría), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 166.

⁵¹⁶ El subrayado es nuestro.

⁵¹⁷ SCOTT, Y.L.J. 100.3 (1990), p. 618.

Aún en el campo hipotético, lo lógico sería que los particulares fueren desarrollando ciertos modelos que respondieran a las necesidades comunes del tráfico, a modo de acortar los tiempos y superar las dificultades de la negociación. Como señala BONET, “Estas disposiciones con frecuencia no representan más que el precipitado de originarias cláusulas contractuales, la voluntad media de las partes, la probable y típica intención en la relación, atendidas las circunstancias y situaciones económicas”⁵¹⁸. La ausencia de intereses generales en la conformación de tales modelos justificaría que éstos no tuviesen un carácter vinculante, de manera que los particulares bien podrían asumir los costes de su imaginación y negociar nuevas cláusulas que respondan de mejor modo a sus pretensiones económicas.

Cuando estos modelos se han convertido en normas legales, tales conclusiones se mantienen incólumes. Los particulares se enfrentan a una disyuntiva: bien pueden sujetarse a las condiciones negociales sugeridas por el legislador, o bien pueden manifestarse en términos diversos previa exclusión de la solución legal. En este último caso, las partes deberán asumir los costes de transacción, estimándolos inferiores a los beneficios que pretenden obtenerse producto de la exclusión.

Pero la lógica económica de las reglas dispositivas sólo tendrá sentido en cuanto pueda comprobarse que la consecuencia jurídica por ellas dispuestas se ajusta a aquella solución a la que habrían llegado las partes si hubiesen previsto el conflicto y no hubiesen mediado costes de transacción para negociar una solución. De errar en esta apreciación, los particulares estimarán la respuesta legal como inadecuada – sino absurda – y deberán asumir igualmente el coste que significa su modificación para el cumplimiento de los fines normales del tráfico. La frecuencia del recurso a la exclusión voluntaria será buen parámetro para medir el éxito o el fracaso de la decisión legislativa manifestada en la norma dispositiva. Cabe advertir, sin embargo, que esta conclusión puede ser económicamente correcta, pero que la valoración jurídica que contiene una norma dispositiva no se funda exclusivamente en criterios de eficiencia. Como señala BONET, “Mas no hay que creer, sin embargo, que las normas supletivas valen en cuanto descansen sobre la presente voluntad concreta de los contrayentes. El principio dispositivo tiene carácter autónomo; vale no porque es tácitamente querido, sino porque así lo ha ordenado la ley por la falta o carencia de disposición. En efecto, la ley supletoria puede inspirarse en otros móviles para conciliar los intereses en conflicto...”⁵¹⁹

Retomemos entonces la lógica de la regla de distribución proporcional en el seno de las reglas de la prelación de crédito y la racionalidad económica de su posible exclusión. A nuestro juicio, el análisis debe concentrarse en si esta forma de reparto es a la que lógicamente hubieren arribado todos los acreedores ordinarios en caso de haber podido regular de antemano su posición para el caso de concurso. Resulta

⁵¹⁸ BONET, *RDP* 441 (1953) p. 1.125.

⁵¹⁹ BONET, *RDP* 441 (1953) p. 1.125.

evidente que un análisis como el anterior es meramente teórico, dado que el contexto empírico dará cuenta de la imposibilidad de lograr un acuerdo como el antes señalado.

Para estos efectos, la doctrina ha partido desde dos bases opuestas, aunque – en este respecto – llega a soluciones similares.

JACKSON y SCOTT parten de la base que cada acreedor buscará la mayor satisfacción de su crédito. Sin embargo, las reglas de prelación hacen que tal interés se manifieste de modos diferentes según la posición que cada acreedor ocupe en la escala de pagos⁵²⁰. En este sentido, los acreedores estarían situados en un estado de “ignorancia natural”, en la que conocerían los atributos de sus créditos, pero desconocerían el resultado exacto que obtendrían de participar en un proceso concursal. Si los acreedores ordinarios supiesen que sus créditos tendrán escasas posibilidades de pago, estarán motivados a iniciar un procedimiento colectivo dado que - al menos en la lógica económica – esta solución está abocada a la maximización del cobro de todos los acreedores⁵²¹. Los acreedores preferentes no estarán especialmente interesados en la colectivización de sus intereses dado que buscarán la satisfacción previa (e incluso separada) de sus créditos, evitando a toda costa los perjuicios que los “necesarios ajustes” de la solución colectiva pueden implicar para su preferencia⁵²².

Para estos efectos, debemos suponer también que todos los acreedores han sido conscientes del valor de sus créditos conforme a su orden de prelación, de manera que ya han internalizado el riesgo de insolvencia, al menos de acuerdo a los términos y condiciones en los que el crédito fue contraído⁵²³. Aún cuando esta teoría sólo tenga exacta relación con los créditos que surgen de una relación convencional – lo que ha justificado el grueso de la crítica doctrinal- , su explicación nos es suficiente en cuanto pretendemos dar cuenta de la posición que asumen los acreedores que deciden subordinar sus créditos, créditos que usualmente tienen como fuente un contrato y, aún más, un contrato de financiación. Así, el acreedor ordinario debe haber

⁵²⁰ JACKSON / SCOTT, *Va. L. Rev.* 75.2 (1989), p. 160.

⁵²¹ LLEBOT, 2004, p. 81. Aunque esta lógica puede ser desestimada para el caso de que el acreedor ordinario conozca de antemano que el grueso de la masa activa del concurso se encuentra sujeta a garantías reales y/o que los créditos privilegiados son de tal entidad que no quede espacio para el pago de los créditos ordinarios. En este caso, salvo por el otorgamiento de la preferencia del acreedor instante del concurso (artículo 91.6 LC), no habrá mayores motivaciones para la solución concursal. De hecho, Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ (2007c): “La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores”, *ADCo*, No. 11, p. 31, ya da cuenta de que las soluciones propuestas por el legislador español para aumentar el escaso grado de satisfacción de los acreedores (la poda a los privilegios y la creación de la categoría de los créditos subordinados) no ha dado los frutos esperados.

⁵²² BELTRÁN, *AAMN* 43 (2007b), p. 488.

⁵²³ JACKSON / SCOTT, *Va. L. Rev.* 75.2 (1989), pp. 160 y ss.

internalizado el mayor riesgo que supone la falta de preferencia de sus créditos, probablemente manifestado mediante una mayor tasa de interés, un menor plazo para el pago de la obligación y menores costos de transacción y de supervisión de las actividades del deudor y los demás acreedores. Aceptando el menor valor a su crédito, lo lógico será considerar que este acreedor estará dispuesto a diluir su participación en las resultas del procedimiento si ello implica que, eventualmente, podrá tener derecho a un residuo. La regla de proporcionalidad resultaría entonces en una suerte de seguro, en que el riesgo a cubrir sería la posibilidad de que otros acreedores ordinarios se adelantasen en el pago de sus créditos en el patrimonio insolvente del deudor, y en que la prima sería la pérdida proporcional del valor de su crédito.

Dicho en otras palabras, si la regla de la proporcionalidad fuera reemplazada por la clásica idea del *prior tempore, potior iure*, se produciría inevitablemente un aumento en el precio de cualquier tipo de financiación. El acreedor ordinario podría perder toda posibilidad de pago de su crédito si no se da prisa en su ejecución, lo que al menos aumentará el riesgo de insolvencia y los costes de supervisión de la conducta del deudor y de los demás acreedores. Estos riesgos y costes siempre encontrarán un modo de ser económicamente transferidos al deudor.

Por ello, la racionalidad económica indica que los acreedores ordinarios preferirán una regla de distribución proporcional en cuanto ésta supone una dilución del riesgo de insolvencia⁵²⁴. Éstos deberían optar por saber que tendrán la oportunidad de participar en el concurso, con su crédito tal y como fue originalmente concebido, sin necesidad de incurrir en grandes gastos de supervisión, aunque conozcan de antemano que no serán los primeros en llegar a la meta, pero que tampoco serán arrancados fuera de la pista.

Un esquema alternativo de solución llegará a iguales conclusiones. MOKAL da cuenta del denominado “modelo de consentimiento auténtico” (“*authentic consent model*”), conforme al cual – incluso despojados del conocimiento de las características de cada crédito – los acreedores desearán la colectivización de sus intereses. Esta solución supone que las decisiones de los acreedores están basadas en dos pilares: (i) el *comportamiento económicamente racional*, que les llevará a adoptar las decisiones que sean menos costosas, y (ii) la *reciprocidad*, en el sentido que los acreedores buscarán una solución que pueda ser aceptada también por los demás acreedores. Si la respuesta se basara en la simple racionalidad, los acreedores buscarían una fórmula de solución que le otorgara en exclusiva el mejor derecho al pago, sin interesarle la posición de los otros acreedores. Sin embargo, será lógico concluir que esta solución no será aceptada por los demás en un hipotético supuesto de negociación, por cuanto todos buscarían exactamente lo mismo. El criterio de la reciprocidad implicará que no se tratarán de imponer reglas que uno mismo no estaría dispuesto a aceptar, por cuanto ello haría fracasar cualquier intento de negociación⁵²⁵.

⁵²⁴ Vid. JACKSON, 1986, pp. 30 y 31, y BISBAL, RDM 214 (1994), p. 853.

⁵²⁵ MOKAL, 2006, p. 76.

La conjunción de ambos elementos permite resolver la cuestión desde la perspectiva del “dilema del prisionero”. La decisión que puede ser adoptada por cualquiera de los acreedores no sólo se basa en su mejor posibilidad de pago, sino que debe tomar en cuenta las decisiones estratégicas que podrían tomar los demás acreedores⁵²⁶. Si se aceptare una solución temporal como la que propone el *prior tempore, potior iure*, cada acreedor tendría igual probabilidad de ver íntegramente pagados sus créditos que quedar completamente insatisfecho. Al contrario, si aceptaren una regla de proporcionalidad, tendrían un cien por ciento de probabilidad de ver parcialmente pagados sus créditos. La racionalidad económica indicará que probablemente los acreedores tomarán este segundo camino, conformando también una regla que tiene la reciprocidad suficiente como para poder ser impuesta a los demás.

Sin embargo, lo anterior no es más que una presunción efectuada por el legislador, tomando en consideración los intereses generales que, en este caso, resultan en la citada dilución del riesgo, y, en consecuencia, del abaratamiento y simplificación en la obtención del crédito. Pero no se puede obstar que las partes hagan prevalecer otros intereses: también hay una lógica económica en que un cierto acreedor excluya la regla de distribución proporcional para conseguir un resultado igualmente eficiente. En el caso de la subordinación de créditos, ello implicará que el acreedor subordinado acepta *ex ante* el hecho de que sus créditos serán pagados conforme a una regla de graduación que deteriorará sus posibilidades de cobro. Pero este mayor riesgo será normalmente compensado por una mayor tasa de interés y por la necesidad de considerar los mayores costos de transacción (referidos, en este caso, a la negociación y perfeccionamiento de todos aquellos acuerdos que den cuenta de los términos de la subordinación) y de supervisión (en razón del comportamiento asumido por el deudor y los acreedores beneficiarios).

Por ejemplo, el acreedor puede estimar conveniente posponer el pago de su crédito para obtener una mayor rentabilidad, confiando en la estabilidad financiera del deudor; o puede pactar la posposición de su crédito a favor del financiador del deudor con la finalidad de otorgarle una mejor garantía de pago, incentivando el hecho del préstamo y rebajando su tasa de interés habida cuenta del menor riesgo asumido. Ejemplos de estas motivaciones económicas son múltiples e igualmente atendibles, al menos desde el punto de vista económico, que la regla de proporcionalidad. Ya revisaremos las diversas funciones económicas que cumplen los negocios de subordinación (*infra*, Capítulo IV).

⁵²⁶ MOKAL, 2006, pp. 80 y 81.

3.3. *La subordinación voluntaria como expresión de la autonomía privada*

3.3.1. *Los negocios de subordinación como fuente de una nueva regla de prelación*

La subordinación voluntaria necesariamente desplaza la aplicación de la regla de proporcionalidad – solución legal al conflicto de intereses de los acreedores ordinarios -, reemplazándola por una norma de graduación. Así, estamos ante uno de los tantos ejemplos de cómo los particulares logran modelar las consecuencias jurídicas de sus negocios a las necesidades económicas que pretenden satisfacer⁵²⁷.

Entonces, ¿pueden las partes variar sin más el contenido de la regla de proporcionalidad? Ya hemos avanzado una respuesta sobre el particular al contradecir el enunciado tradicional de que todas las reglas de prelación de créditos se comportan como reglas de orden público. Y, aún más, la respuesta afirmativa es evidente en todos los sistemas que han permitido expresamente la subordinación voluntaria en la conformación de las reglas de prelación de créditos. Pero admitir la subordinación voluntaria es sólo un primer paso. Queda por determinar si existen y cuáles son los límites de la autonomía privada para modificar la regla de proporcionalidad.

En los negocios jurídicos se proyecta una dualidad. De una parte, es fuente de derechos subjetivos, esto es, produce ciertos efectos jurídicos traducidos en derechos de crédito y obligaciones para las partes; y, por la otra, establece un cierto precepto o regla a la que los particulares se someten voluntariamente (en materia contractual, la *lex contractus*)⁵²⁸. Es esta segunda variante la que nos interesa por el momento: si los particulares, en virtud de la autonomía privada pueden crear propias reglas de conducta, lo anterior implica que el poder auto-normativo del negocio jurídico es reconocido por el ordenamiento jurídico.

⁵²⁷ La asociación de la subordinación voluntaria con el principio de autonomía privada, ha sido un lugar común en la doctrina española. A este respecto, *vid.* SEBASTIÁN, CDC 9 (1991), p. 161; GARRIDO, 2004, p. 1.659; Ana SUÁREZ BLAVIA (2004): *El Concurso de Acreedores*, Cedecs, Barcelona, p. 431; GUILARTE, 2004, p. 2.030; SASTRE, 2004, p. 1.134; Fernando PEÑA LÓPEZ (2005): “Concurrencia y prelación de créditos concursales”, en AA.VV., *Estudio de Derecho Concursal* (dir. Agustín Jesús Pérez-Cruz Martín), Tórculo Edicions, Santiago de Compostela, p. 545 y 548; ÁVILA DE LA TORRE, 2005, p. 441, y ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2005, pp. 3.541 y 3.542 (aunque advierten ciertas limitaciones); GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, 2005, p. 3.695; Fernando PANTALEÓN PRIETO (2005): “De la clasificación de los créditos”, en AA.VV. *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Luis Fernández de la Gándara y Manuel M^a Sánchez Álvarez), Marcial Pons, Madrid, p. 537; VEIGA, RDBB 102 (2006), p. 21; FERRÉ, 2006, p. 217; y Juan SARMIENTO RAMOS (2007): *Concurrencia y Prelación de Créditos en Caso de Ejecución Singular según el Proyecto de Ley de 21 de Julio de 2006*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 204. Lo anterior había sido previamente advertido por VANONI, 2000, p.2, sobre todo en los sistemas en los que el reconocimiento de la subordinación no tenía más base legal que la regulación de las emisiones de títulos subordinados en el ámbito bancario.

⁵²⁸ FLUME, 1998, pp. 110 y ss., y DIEZ – PICAZO, 2007, p. 139.

La exclusión voluntaria permite a los particulares alterar la consecuencia jurídica determinada por una norma jurídica, pero no a efectos de derogarla, sino sólo para señalar un resultado diferente⁵²⁹. Dicho de otro modo, no puede el particular reducir su comportamiento a indicar que tal o cual norma no será aplicable a un conflicto en concreto, dado que, enfrentados a éste, el tribunal debe igualmente resolver. El problema se suscitara en tanto es lógico que si el particular no ha querido que una determinada norma sea aplicable, ésta tampoco pueda ser aplicada de manera analógica e integradora. La laguna, entonces, no podría ser llenada⁵³⁰.

A este respecto, la doctrina ha distinguido entre “exclusión positiva” y “exclusión negativa”⁵³¹. La primera se presenta en el caso que el particular haya establecido el régimen jurídico aplicable en defecto de aquel establecido, a modo de consecuencia, por parte del ordenamiento jurídico. Será ésta la regla general. Al contrario, podremos hablar de “exclusión negativa” en el caso en que el particular sólo haya dado cuenta de su intención de desplazar la consecuencia jurídica establecida por la norma, sin completar la regla por medio de la libertad de pactos. Entendemos que este caso sólo será admisible si es evidente el efecto jurídico que debe producirse en caso de presentarse el supuesto típico. Por ejemplo, de excluirse, sin más, una norma que conceda un plazo para el ejercicio de un derecho puede concluirse que el particular se está privando del beneficio del plazo que no ha empezado a correr. Para efectos de determinar tal consecuencia jurídica, el tribunal deberá especialmente hacer uso de los criterios de interpretación otorgados por el legislador, según se trate de negocios unilaterales o bilaterales.

En el caso de los negocios de subordinación, no será suficiente la sola exclusión de la regla de distribución proporcional, dado que así no habría forma de determinar el modo en que el crédito afectado debe ser pagado en el concurso. Por ello, el acreedor excluyente deberá indicar una regla de coordinación alternativa para el caso de concurrencia de su crédito con el resto de los créditos ordinarios⁵³². En consecuencia, queda entregado al particular la determinación de, al menos, los siguientes factores que inciden en la construcción de la subordinación voluntaria:

⁵²⁹ RIVERO, 2000, p. 184.

⁵³⁰ Como dice Antonio GULLÓN BALLESTEROS (2000): “Artículo 6”, en AA.VV., *Comentarios al Código Civil* (coord. Ignacio Sierra Gil de la Cuesta), Bosch, Barcelona, p. 388, la exclusión pura y simple de la ley aplicable, si no se acompaña de estipulaciones para regular la situación, debe entenderse que origina una regla contraria a la que se excluyó. Creemos que el comentario de GULLÓN debe ser matizado, puesto que una solución como tal sólo será posible en el caso en que efectivamente pueda determinarse cuál es la norma contraria, cosa que no ocurre en todos los casos y depende de la regla que resulta excluida.

⁵³¹ Terminología utilizada por María Isabel DE LA IGLESIA MONJE (2007): “La exclusión voluntaria de la ley y la renuncia a los derechos”, *RCDI*, No. 702, p. 1.818.

⁵³² GUILARTE, 2004, pp. 2.044 y 2.045.

En primer lugar, su *relatividad*. Ello significa que deben quedar determinados el o los créditos a los cuales se subordina el crédito, de lo cual surge la distinción entre subordinación general o particular⁵³³. Lo anterior no sólo es relevante para la comprensión de la finalidad con la que se está utilizando la subordinación, sino que será determinante en el establecimiento de sus efectos. Tratándose de un caso de subordinación general, bastará la referencia de que el crédito se pagará después de extinguidos todos los créditos ordinarios del deudor. En cambio, en los negocios de subordinación particular se deberán determinar los créditos a los cuales se desea beneficiar. En todo caso, la determinación puede ser realizada en términos genéricos, en el sentido de señalar la clase de créditos o los titulares de los mismos a modo de facilitar la subordinación respecto a créditos futuros (siempre que se satisfagan las exigencias de los artículos 1.273 CC ó 1.461 CCCh)⁵³⁴. Pero siempre es recomendable una alusión lo suficientemente comprensiva de todos aquellos créditos que se verán beneficiados por la subordinación, de manera que no quede duda sobre si determinadas obligaciones priman o no ante el crédito subordinado. Piénsese en el caso de comisiones, gastos adicionales, incrementos de deuda, etc.⁵³⁵

Luego, lo relativo a su *extensión*. El acreedor subordinado tiene completa libertad para dividir su crédito de manera que sólo parte del mismo resulte pospuesto a otros créditos. Usualmente ello tiene importancia sea para establecer una regla de máximo ("*capped subordination*") cuando los que resultan subordinados son ciertos flujos, más que un crédito específico, o para distinguir la subordinación del capital de la que puede afectar a los intereses. Esta cuestión tendrá mayor importancia, sin embargo, al tratar sobre los diferentes supuestos en los que juega la subordinación y la postergación del crédito. En este sentido, será usual permitir ciertos pagos de intereses, pagos que se paralizarán – e incluso subordinarán – en caso de insolvencia (*supra*, Capítulo I, 2.1).

La posibilidad de determinar la relatividad y extensión de los efectos de los negocios de subordinación manifiesta una diferencia fundamental con los supuestos de subordinación legal en los que, por motivos diversos, pero siempre relacionados con las particulares circunstancias del crédito, el legislador ha estimado un menor mérito de cobro para el evento de insolvencia⁵³⁶. Resulta lógico colegir que los efectos de la

⁵³³ VANONI, 2000, pp. 195 – 226 agrega la idea de "subordinación relativa" para referirse a los casos en que el acreedor pospuesto acepta subordinarse a una cierta clase determinada de acreedores indeterminados.

⁵³⁴ El artículo 1.461 CCCh dispone que "*No sólo las cosas que existen pueden ser objetos de una declaración de voluntad, sino las que se espera que existan; pero es menester que las unas y las otras sean comerciables, y que estén determinadas, al menos, en cuanto a su género.*"

⁵³⁵ DOOLEY / ROCK, *Bank. Law J.* 113.7 (1996), p. 713.

⁵³⁶ Como nos indican ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2005, p. 3.539, parece infructuoso buscar una causa única que fundamente la posposición de todo los créditos enumerados en la LC, sólo logrando encontrar una razón particular para cada supuesto. Cuestión que – como nos indica BAHAMÓNDEZ, 1993, pp. 31 y 32 – también puede decirse de los fundamentos de las preferencias crediticias.

subordinación legal sean determinados exclusivamente por el legislador, quien ponderará no sólo la extensión y ubicación en el orden de prelación de los diferentes supuestos, sino que también determinará la participación que los titulares de tales créditos pueden tener en las diferentes fases del concurso. De hecho, la LC sustrae a los créditos subordinados de las decisiones más relevantes que pueden darse en materia concursal, especialmente privándoles de derecho a voto en el ámbito de los convenios, aunque les hace igualmente aplicables su contenido (artículo 122. 1 LC).

Sin embargo, el sistema concursal español extiende los graves efectos del carácter pospuesto del crédito a todos los supuestos de subordinación, sin hacer distinciones respecto a los casos de subordinación voluntaria⁵³⁷. Ello implica que, en la LC, la autonomía privada se limita (a nuestro juicio, injustificadamente) a que el particular pueda optar por otorgar el carácter de subordinado a un determinado crédito, pero en caso alguno puede modelar las consecuencias que a dicha naturaleza se asocian. Restringida la libertad de contenido de la manifestación de voluntad, sólo queda al particular adherirse al estatuto previamente determinado por el legislador.

Decimos que ello nos parece un error en tanto no creemos exista justificación para asimilar la situación del crédito subordinado en virtud del menor mérito que le ha otorgado el legislador en la determinación de las reglas de concurrencia, con el hecho que se permita a los particulares degradar el crédito para satisfacer una determinada necesidad económica. Como analizaremos al tiempo de estudiar pormenorizadamente los efectos de la manifestación de voluntad encaminada a la subordinación voluntaria, una determinación legislativa como la anterior encarece aún más las estructuras basadas en la subordinación voluntaria del crédito (*infra*, Capítulo V, 3.1.2).

Ahora bien, la eficacia general de la exclusión voluntaria también estará sujeta al hecho de que el particular haya asignado una consecuencia alternativa válida a aquélla señalada por el legislador para el mismo supuesto típico. Esta validez se medirá conforme a los requisitos generales para todo negocio jurídico. Así, debe tratarse de una voluntad libre (no viciada), pronunciada por quien tiene capacidad

⁵³⁷ Idéntica técnica es utilizada por parte del ordenamiento jurídico alemán. Para estos efectos, basta tener en cuenta que aún cuando el § 39.2 *InsO* sólo parece contener una norma interpretativa del orden de prelación que le corresponde al crédito voluntariamente subordinado, lo cierto es que tal ordenanza asocia un número importante de consecuencias adicionales al hecho de la subordinación, consecuencias que no son disponibles para los particulares. El ejemplo más importante, y que trataremos con mayor detalle en el Capítulo V, se refiere al hecho que, conforme a tal legislación, el crédito subordinado no forma parte de la masa pasiva, a menos que el tribunal decida convocar a sus titulares habida cuenta de la estimación que este efectúa de la suficiencia de los fondos como para pagar, aun parcialmente, esta categoría de créditos (§ 174.3 *InsO*). Dicho artículo dispone que “Los créditos de los acreedores subordinados deben insinuarse sólo cuando el juzgado de la insolvencia requiera especialmente la insinuación de tales créditos. Para la insinuación de tales créditos debe indicarse la subordinación y especificarse el rango que compete a cada acreedor” (traducción de GOZALO, *RDM* 216 (1995), p. 623).

legal para generar efectos civilmente válidos, y que tenga un objeto y causa lícitas. Adicionalmente, el artículo 6.2 CC parece exigir que la exclusión de la norma no puede ser contraria al interés ni al orden público ni perjudicar a terceros. Parte de la doctrina estima que no son estos propiamente límites de los negocios de exclusión, sino sólo de la renuncia de derechos. Más que límites, la referencia al interés y orden público por parte del artículo 6.2 CC nos da cuenta de los elementos que esbozan el objeto de la exclusión: la norma dispositiva⁵³⁸.

En consecuencia, el establecimiento del régimen alternativo no queda entregado al absoluto arbitrio del particular, dado que su voluntad siempre debe enmarcarse en el respeto al ordenamiento jurídico. Así, *por una parte*, no podría desplazarse la regla de proporcionalidad para establecer que, en caso de concurso, el crédito será pagado prioritariamente al resto, dado que ello implicaría el establecimiento de una preferencia de carácter convencional, lo que infringiría los principios de tipicidad y legalidad aplicable en esta materia. La graduación, entonces, siempre debe ser *in peius*. Y, *por la otra*, la subordinación no puede establecerse en miras a afectar derechos de terceros, como ocurriría – por ejemplo - en caso que ésta tenga únicamente por objeto lesionar las legítimas expectativas de cobro de los acreedores del acreedor subordinado, de modo similar a si éste remitiera el crédito para el solo efecto de perjudicarles. Un examen de dicho perjuicio patrimonial deberá efectuarse en el marco de las acciones de reintegración de los artículos 71 y siguientes LC y de las acciones revocatorias de los artículos 74 y siguientes del Libro IV del CComCh, tomando especialmente en consideración el carácter gratuito u oneroso de la subordinación.

3.3.2. Sobre la excepcionalidad de las reglas de subordinación

La regla de proporcionalidad responde a la necesidad de distribución de los perjuicios derivados de la insolvencia patrimonial en un extendido número de acreedores. Se advierte que dicha norma debe conformar la regla general en la coordinación de los derechos de los acreedores en cuanto se resaltan sus beneficios económicos. Pero aún siendo efectivo lo anterior, tanto el ordenamiento jurídico como la voluntad de las partes pueden encontrar justificación para obviar la regla antes señalada para conseguir un resultado económico diferente.

En el caso de las preferencias, la excepcionalidad se da en razón del “principio de legalidad”. No existiendo norma que reconozca la especial prioridad del crédito, la solución de coordinación se reconduce necesaria y supletoriamente por la denominada “ley del dividendo”. No resulta indispensable acotar que, en consecuencia, todos los créditos ajustados a los tipos establecidos por el legislador son tutelados preferencialmente (tipicidad), en tanto ello resulta consecuencia evidente del citado principio.

⁵³⁸ Así, por todos, DÍEZ – PICAZO /GULLÓN, 2003, pp. 190 – 191.

En el ámbito de los créditos subordinados, la razón de la excepcionalidad debe hacer distinción de ambos planos - legalidad y tipicidad - precisamente por la existencia de la subordinación voluntaria. La posibilidad de sujetar voluntariamente un crédito a las reglas de subordinación supone que la autonomía privada tiene un campo de aplicación más amplio que en el caso de las preferencias. El principio de legalidad no se encuentra presente en cuanto el ordenamiento expresamente admite que las partes concedan el carácter de subordinado a cualquier clase de crédito, estableciendo en consecuencia un *numerus apertus* de créditos subordinados.

Por ello, la excepcionalidad de la regla de la subordinación responde no a uno, sino a dos criterios: *en primer lugar*, a la tipicidad del supuesto, de manera que todo crédito que no se ajuste íntegramente a los supuestos de subordinación legal, en principio, no tiene el carácter de subordinado; y, *en segundo lugar*, a la autonomía privada del titular del crédito, en el sentido que haya declarado unilateral o bilateralmente, la posposición voluntaria de su crédito⁵³⁹.

Pero cabe advertir que la subordinación voluntaria del crédito responde a un parámetro completamente diferente tanto respecto a los créditos preferentes como a los créditos legalmente subordinados, en cuanto su justificación no proviene de un mayor o menor mérito del crédito para su cobro, sino simplemente a la voluntad de los particulares para su establecimiento. Por ello, de no haber declaración de voluntad que excluya la aplicación de la regla de proporcionalidad o, que, establezca expresamente la posposición del crédito, tal regla entra en juego dada la necesidad económica de coordinar los intereses de los acreedores concurrentes. En fin, con el reconocimiento de la subordinación voluntaria resulta evidente el valor supletorio de la regla de proporcionalidad, lo que implica que se trata de una norma dispositiva.

En todo caso, el carácter excepcional de la subordinación (especialmente de la subordinación voluntaria) implica su sometimiento a las consecuencias que derivan de esta clase de reglas. Principalmente (i) que debe ser establecida de modo expreso, no pudiendo presumirse llanamente su existencia; y (ii) que debe ser interpretada de manera restringida, no admitiendo analogías integradoras (para el caso de subordinación legal, como efecto del principio de tipicidad antes reseñado) ni permitiendo la ampliación de los efectos voluntariamente establecidos más allá de la real intención de los particulares.

3.3.3. Sobre un posible control de contenidos de los negocios de subordinación

El carácter general de la regla de proporcionalidad es el resultado, entre otros, de una ponderación de los elementos centrales en la conformación del crédito, en su necesario impulso como base de la economía y de una solución que no atente contra el

⁵³⁹ En el sistema chileno, al no existir casos de subordinación legal, sólo queda la aplicación del segundo de los criterios antes indicados.

ideal de justicia que debe preponderar en el Derecho. No proviene entonces de un designio caprichoso del legislador, como se aprecia en su tozuda conservación en los diversos ordenamientos jurídicos, aún cuando su antigüedad haya hecho olvidar las razones de su primigenia instauración.

Sin embargo, hemos señalado que la citada regla es disponible para las partes, de modo que los particulares pueden excluirla introduciendo una norma de distribución diferente, siempre que por medio de dicha exclusión no se cree una preferencia del crédito ni se vulneren los límites consagrados en el artículo 6.2 CC. No obstante el amplio enunciado de lo anterior, creemos que, al igual que en toda manifestación de la autonomía privada, tal afirmación debe ser atemperada desde el punto de vista de las motivaciones que inducen al establecimiento de una regla de subordinación. Entonces, nunca constituirá una carta blanca para el acreedor.

Ya indicábamos la tendencia iniciada por DE CASTRO, que refiriéndose al campo de actuación de la autonomía privada en la modificación de las reglas dispositivas en el ámbito de las condiciones generales de la contratación, señaló que aquéllas: "... no han sido puestas en las leyes a modo de modelo o ejemplo, que se deja al arbitrio de los contratantes el seguirlos o no seguirlos. En general, han sido recogidas como consecuencias naturales o típicas de cada clase de contrato. Responden a lo que se ha estimado normal según los intereses en juego, de acuerdo con el buen sentido, de lo tradicional y los dictados de la equidad respecto a la debida equivalencia de las respectivas obligaciones. Lo indicado no quiere decir que los que contratan estén constreñidos a seguir el modelo legal; señalan que los pactos, cláusulas y condiciones que se desvíen del mismo o lo contradigan habrán de tener su adecuada justificación para ser eficaces. Ineficacia que habría de darse cuando resulte del contrato un desequilibrio injustificado de las respectivas obligaciones de los contratantes, en daño de una de las partes, que no pueda compaginarse con la naturaleza típica o atípica del contrato"⁵⁴⁰.

Dado que el negocio de subordinación pretende el reemplazo de la regla de distribución, este planteamiento concluiría que su validez estaría sujeta a los límites generales de la autonomía privada. De tal suerte, sólo se podrían evadir los lineamientos de la señalada regla en tanto el negocio de subordinación estuviese correctamente justificado. Para entender tal justificación, nos parece atinente dar cuenta de dos aspectos diferentes. *En primer término*, que generalmente el acreedor subordinado desea la obtención de alguna suerte de beneficio económico de su posposición, por lo que su ausencia debe reconducir el estudio a la revisión de la lógica de los negocios gratuitos; y, *luego*, en un tema que tuvo ciertos adherentes en la doctrina chilena anterior al reconocimiento legal de la figura, sobre la posibilidad de abuso en la exigencia de la subordinación de los demás acreedores.

⁵⁴⁰ DE CASTRO, 1982, p. 1.061.

a. *Sobre la presencia o ausencia de beneficio económico en la configuración del negocio:*

Como todo en la vida, debe existir alguna motivación para el actuar, por muy superflua o imperceptible que parezca. Pero la abstracción de lo anterior merece una reconducción en el tema al que nos referimos. Lo lógico es comenzar indicando que la subordinación de créditos debe responder siempre a una cierta racionalidad económica. ¿Quién deseará ceder su puesto en la fila sin recibir algo a cambio? El caritativo, el gentil y el generoso, por supuesto, pero también el que por ello recibe una contraprestación. Siempre podrá existir una valoración más profunda, pero en el ámbito del crédito nos interesa destacar el beneficio económico pretendido como contraprestación en tanto se trata de la justificación más evidente del negocio⁵⁴¹.

Aún cuando estudiaremos detenidamente lo anterior al tiempo de revisar los diferentes usos prácticos de esta figura, por el momento nos basta indicar que aunque a primera vista es difícil imaginar lo que puede llevar a un acreedor a deteriorar sus posibilidades de cobro, lo cierto es que existe una multiplicidad de factores que apoyan tal decisión (*infra*, Capítulo IV). En cambio, si el acreedor subordinado no obtiene beneficio alguno del hecho de la subordinación, la cuestión debe ser examinada con mayor atención⁵⁴². Al menos en el mundo del crédito es de desconfiar la caridad, la gentileza y la generosidad, y ello por varios motivos:

En primer lugar, la falta de motivaciones económicas para la subordinación puede responder a una defectuosa manifestación de voluntad. Puede indicar, por supuesto, la ausencia de una voluntad lo suficientemente libre, como en los casos en que es producto de la influencia indebida de otros acreedores, generalmente mediante el mecanismo de cláusulas leoninas; o expresión de una voluntad no informada, dado el desconocimiento que el acreedor subordinado tiene sobre los efectos de tal manifestación de voluntad, posiblemente en el establecimiento de cláusulas sorpresivas en el marco de un complejo marco de financiación.

Algún paralelo podemos encontrar entre este análisis y los requisitos doctrinales exigidos a la renuncia a la acción de saneamiento por evicción. Como argumenta DURÁN RIVACOBÁ, esta posibilidad se “establece con amplias reservas”, en tanto “aprecia numerosos peligros en este punto, que ataja mediante un sistema de

⁵⁴¹ En el caso de los créditos garantizados, la motivación del negocio de garantía se encuentra precisamente en la obtención de la preferencia. Esta motivación debe ser revisada cuando se ha realizado con el objeto de perjudicar al resto de los acreedores de un deudor ya insolvente, por ejemplo, en los casos en los que se asegura el cumplimiento de una obligación preexistente en los momentos previos a la apertura del concurso (artículos 71.3.2 LC y 76.3 del Libro IV del CComCh.)

⁵⁴² Como señala COLOMBO, 1983, p. 426, “la subordinación tiene su precio”.

prevención”⁵⁴³. Así, el régimen dispuesto en el CC funciona a modo de evitar posibles abusos, marcados por la mala fe de la contraparte (artículo 1477 CC). Pero esta normativa también pretende limitar las extremas consecuencias de la renuncia, a menos que conste que el renunciante “hubiese hecho la renuncia con conocimiento de los riesgos de la evicción y sometiéndose a sus consecuencias” (artículo 1.476 CC). De este modo, excepto en este supuesto de renuncia preadvertida o cualificada, se dejará siempre a salvo el derecho del comprador a la restitución del precio que tuviere la cosa vendida al tiempo de la evicción.

A nuestro juicio, el paralelo con la subordinación voluntaria supone asumir que la regla de reparto proporcional se presenta como un seguro de que, en caso de insolvencia del deudor, ningún acreedor ordinario podrá anticiparse en el pago, obteniendo una preferencia *de facto*. Dada esta finalidad aseguradora, su exclusión debe apreciarse con un cierto recelo previo, suponiendo que “Nadie abdica de sus derechos de no mediar poderosas razones que así lo aconsejen”⁵⁴⁴, control que supondrá determinar, *por una parte*, la posibilidad de abuso por parte de quien ha instado a la subordinación (materia que analizaremos en el epígrafe siguiente), *y, por la otra*, el conocimiento de los efectos de la exclusión de la regla de responsabilidad patrimonial y del conocimiento de las ventajas o desventajas económicas que ella implica.

Si bien estos aspectos siempre deben tenerse en consideración al tiempo del examen de la subordinación de créditos, no deben olvidarse que su motivación no es necesariamente evidente y que muchas veces ni siquiera consta de la propia documentación del “acuerdo de subordinación”, sino que proviene de ciertas circunstancias concomitantes. Por ejemplo, tratándose de una financiación subordinada mediante la emisión de títulos de deuda, la motivación económica de la subordinación resultará de su comparación con las tasas de una financiación ordinaria (sin garantías), debiendo ser superiores en razón del mayor premio por riesgo. No obstante, dicha comparación debe partir de un supuesto muchas veces inexistente, como es la determinación de la tasa ordinaria de comparación. Ello dependerá de una valoración *ex post* realizada por analistas financieros que, atendida la realidad del mercado y las particularidades del deudor al tiempo de la adquisición del título de deuda, determinen la correcta relación entre ambas razones. Lo anterior puede verse oscurecido en el estudio de la cuestión sobre una base irrefutable: los adquirentes de los títulos de deuda subordinados son generalmente inversores institucionales, lo suficientemente sofisticados y prolijos como para determinar un adecuado nivel de premio por riesgo.

En el caso de los negocios de subordinación particular, la cuestión debe analizarse aún con mayor detenimiento. El hecho de que un acreedor esté dispuesto a

⁵⁴³ Ramón DURÁN RIVACOBA (2002): *Evicción y Saneamiento*, Aranzadi, Cizur Menor, pp. 277 y 278.

⁵⁴⁴ DURÁN RIVACOBA, 2002, p. 278.

posponer su crédito respecto a un único acreedor (o grupo de acreedores) supone que obtiene un beneficio recíproco de éstos, generalmente mediante el otorgamiento de nueva financiación al deudor común. Sin embargo, este beneficio es siempre indirecto, ya que no se consigue una contraprestación que resulte en un inmediato incremento patrimonial del acreedor subordinado. Al contrario, los nuevos recursos que se conceden al deudor son relaciones que se establecen con un tercero, de modo que la justificación será siempre exógena. Ésta generalmente responderá a las relaciones patrimoniales entre el acreedor subordinado y el deudor (parte de un mismo grupo empresarial) o a la situación de coyuntura económica que experimenta el deudor común, en la esperanza de que los nuevos recursos aportados por el acreedor beneficiario redundarán en una mejor expectativa de pago para todos los acreedores dada la recuperación patrimonial del deudor⁵⁴⁵.

En segundo lugar, siempre debe considerarse que la motivación que induce a la manifestación de voluntad no debe ser necesariamente enunciada, aunque siempre forme parte del negocio jurídico, regla que se extrae claramente del artículo 1.277 CC y del 1.467 CCCh⁵⁴⁶. De tal suerte, queda en el ámbito probatorio y, por tanto, en la decisión jurisdiccional, el estimar si tal motivación existe propiamente, o si la voluntad ha sido de alguna manera alterada de modo que no puede ser protegida por el ordenamiento jurídico. A este segundo aspecto nos referiremos en el apartado siguiente, entendiendo que los vicios de la voluntad son cuestiones externas al problema en tanto aplicables a todos los negocios jurídicos.

b. Sobre la posibilidad de abuso en la exigencia de subordinación:

En un negocio de subordinación general, los acreedores beneficiarios difícilmente podrán instar por la posposición de ciertos acreedores. Sólo se ven favorecidos por el negocio de degradación como efecto reflejo de las finalidades perseguidas por el deudor y los acreedores subordinados, resultantes de la búsqueda de recursos que se asimilen a sus fondos propios y de la obtención de una mayor rentabilidad, respectivamente.

En cambio, en el campo de la subordinación particular, la exigencia de la posposición de otros créditos por parte del acreedor beneficiario puede ser examinada desde la posibilidad de la denominada “concesión abusiva de crédito”. Ya en la propia

⁵⁴⁵ Esta técnica, coloquialmente denominada como “*fresh*” o “*new money*”, ha recibido incluso protección legal, entre otros, mediante la concesión de una preferencia especial que hace innecesario recurrir al expediente de la subordinación voluntaria. Nos referiremos a este punto *infra*, Capítulo IV, 2.3.

⁵⁴⁶ El artículo 1.467 CCCh dispone que: “*No puede haber obligación sin una causa real y lícita; pero no es necesario expresarla.*” En todo caso, cabe recordar que aunque no se deje constancia de la causa en el acto de subordinación voluntaria, debe presumirse que esta existe y es válida. Aunque relativo a los negocios de posposición de rango hipotecario, *vid.* CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, p. 999.

discusión de la reforma legislativa en Chile, ROMÁN manifestó una preocupación similar en la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia de la Cámara de Diputados de Chile, según dan cuenta las actas de la discusión de la actual Ley No. 20.190: “Hizo presente que es posible que en la práctica se presenten otras situaciones que no regula o prevé la norma propuesta por la Comisión de Hacienda. Una de ellas se refiere a la posibilidad que determinados acreedores –por su importancia y estratégica posición- presionen sobre los acreedores de menor o relativa importancia a fin de obtener una mejora respecto de su preferencia de pago, con lo cual se puede abusar en la búsqueda de pactos de subordinación... los acreedores profesionales, dado el alto grado de conocimiento que ha de suponerse que poseen de la evolución de la situación patrimonial de la empresa sujeta a un pacto de subordinación de créditos, debieran suscribir tales pactos al menos durante un período en que no se sospechara que pudieren alcanzar una posición de preferencia buscada, dañando o perjudicando los derechos de terceros acreedores”⁵⁴⁷.

En muchas oportunidades, la técnica de la subordinación es utilizada por quien ofrece una nueva financiación (“*fresh Money*”) al deudor a efectos de liberarlo de un cierto grado de crisis patrimonial. Refiriéndose a la concesión de préstamos en supuestos de prevención de la insolvencia, el nuevo acreedor precisamente pretenderá proteger su crédito hasta el punto de asegurarse el pago sobre los acreedores anteriores del deudor, que eventualmente podrían verse beneficiados por la “salvación” que representa la nueva financiación. El recurso a las garantías reales – como mecanismo para lograr una posición preferente - puede representar un riesgo en tanto caiga en alguno de los supuestos típicos de las acciones de reintegración (artículos 71 y ss. LC) o de las acciones revocatorias concursales (artículos 74 y ss. del Libro IV del CComCh)⁵⁴⁸. La idea de la subordinación, en cambio, no se traduce en una disposición sobre bienes del deudor, por lo que difícilmente podrá configurar un atentado a la masa activa del concurso (artículo 71.1 LC).

Sin embargo, siempre cabe examinar si la conducta del nuevo acreedor puede resultar abusiva. La idea de la “concesión abusiva de crédito” como límite a las exigencias impuestas por el prestamista no ha sido recogida expresamente en los Derechos español y chileno, de modo que su conceptualización responde a ideas más bien foráneas. El concepto básico será atajar los intereses de quienes conceden créditos que no corresponden a la situación financiera efectiva del deudor, creando una imagen de normalidad que finalmente desemboca en el agravamiento de su crisis

⁵⁴⁷ Informe de la Comisión de Constitución, Legislación y Justicia Recaído en el Proyecto de Ley que Introduce Modificaciones de Índole Tributaria e Institucional para el Fomento de la Industria de Capital de Riesgo y Continúa con la Modernización del Mercado de Capitales. Informe complementario al Primer Informe de la Comisión de Hacienda, disponible en www.senado.cl (consultada el 20 de junio de 2010).

⁵⁴⁸ Considerando el régimen especial de los acuerdos de refinanciación en los términos de la Disposición adicional cuarta de la LC (*infra*, Capítulo IV, 2.3).

patrimonial⁵⁴⁹. La conducta del concedente será juzgada, por tanto, en cuanto se manifieste de manera anormal, en la que los resguardos previstos superan largamente la razonable protección del crédito.

El modelo francés nos da cuenta de que, por regla general, la concesión de un crédito no se considerará abusiva, sino cuando existan situaciones de fraude, de injerencia relevante en la gestión del deudor o de obtención de garantías desproporcionadas (artículo 650-1 del *Code de Commerce* francés)⁵⁵⁰. Salvo la primera excepción - conclusión evidente de la noción del *fraus omnia corrumpit*⁵⁵¹ -, los demás supuestos implican la búsqueda de una posición o protección exagerada por parte del nuevo acreedor, sea en la gestión misma del deudor (casi a modo de “administrador de hecho”) o en la obtención de garantías desmedidas que superan una racional preocupación por aumentar las posibilidades de reembolso⁵⁵².

En buenas cuentas, se pretende sancionar al acreedor que – en conocimiento de la situación patrimonial del deudor – establece condiciones contractuales que sobrepasan los legítimos intereses de todo acreedor, variando hacia una situación de perjuicio al deudor y a los demás acreedores⁵⁵³. La idea de “sobrepotección” del

⁵⁴⁹⁵⁴⁹ A nuestro juicio, sólo en un supuesto extremo podrá declararse la responsabilidad criminal del concedente, por incurrir en un supuesto de complicidad en el tipo penal contemplado en el artículo 164.2.6 LC, consistente en que “antes de la fecha de declaración de concurso el deudor hubiese realizado cualquier acto jurídico dirigido a simular una situación patrimonial ficticia”. La calificación de complicidad en tal simulación patrimonial supondrá, además, el cumplimiento de los requisitos previstos en el artículo 166 LC, exigiendo una cooperación con dolo o culpa grave, tanto de hecho como de derecho, en la conducta penalmente sancionada. Y la sanción a la complicidad, en definitiva, consistirá en la pérdida de cualquier derecho que tuvieran como acreedores concursales o de la masa y la condena a devolver los bienes o derechos que hubieran obtenido indebidamente del patrimonio del deudor o hubiesen recibido de la masa activa, así como a indemnizar los daños y perjuicios causados (artículo 172.2.3 LC).

⁵⁵⁰ Norma que dispone que “Lorsqu’une procédure de sauvegarde, de redressement judiciaire ou de liquidation judiciaire est ouverte, les créanciers ne peuvent être tenus pour responsables des préjudices subis du fait des concours consentis, sauf les cas de fraude, d’immixtion caractérisée dans la gestion du débiteur ou si les garanties prises en contrepartie de ces concours sont disproportionnées à ceux-ci. // Pour le cas où la responsabilité d’un créancier est reconnue, les garanties prises en contrepartie de ses concours peuvent être annulées ou réduites par le juge.”

⁵⁵¹ Pedro J. RUBIO VICENTE (2008): “Concesión abusiva de crédito y concurso”, *RDCP*, No. 8, p. 257.

⁵⁵² Sobre el particular, *vid.* André JACQUEMONT (2009): *Droit des Entreprises en Difficulté*, Lexis Nexis, París, pp. 68 – 70.

⁵⁵³ Piénsese, por ejemplo, que el artículo 1º de la Ley de Represión de la Usura, de 23 de julio de 1908, dispone la nulidad del contrato de préstamo “en que se estipule un interés notablemente superior al normal del dinero y manifiestamente desproporcionado con las circunstancias del caso o en condiciones tales que resulte aquél leonino, habiendo motivos para estimar que ha sido aceptado por el prestatario a causa de su situación angustiosa, de su inexperiencia o de lo limitado de sus facultades mentales.”

crédito no se reduce a la constitución de garantías reales o personales exageradas, sino a cualquier forma de resguardo que busque, en definitiva, un pago que no se vea realmente expuesto a algún razonable riesgo de insolvencia⁵⁵⁴. Nociones generales que bien pueden albergar la problemática de los negocios de subordinación particular.

Ahora bien, la existencia de abuso por parte del nuevo financiador debe apreciarse en comparación con la posición de los acreedores que resultarán subordinados. El acreedor que se subordina no es normalmente la desafortunada víctima de la responsabilidad civil, ni el trabajador privilegiado, ni el consumidor que escasamente lee lo que ha firmado. Para todos ellos, a menos que reciban una compensación por el hecho de la posposición, el ordenamiento otorga herramientas de solución ante el abuso del deudor o del acreedor beneficiario. El acreedor subordinado normalmente es quien estudia el negocio, evalúa los riesgos, exige la contraprestación debida, negocia las cláusulas, etc. Es este acreedor que, consciente de su decisión, probablemente maldecirá su suerte cuando la subordinación produzca sus efectos ante la catástrofe de la insolvencia, pero deberá reconocer que el juego ha sido limpio. Las reglas eran claras, y así también sus consecuencias. Y hasta pudo haber salido lo suficientemente victorioso si la contraprestación - por ejemplo, los mayores intereses - lograron llenar sus bolsillos antes de la crisis. Así incluso podremos distinguir una disimulada sonrisa si este financiador subordinado compara sus resultados con el acreedor ordinario, que posiblemente tampoco recuperará demasiado en el concurso, pero que recibió muchísimo menos en contraprestación del menor riesgo asumido.

De existir maniobras fraudulentas que afecten a la subordinación o de encubrirse mediante ella algún grado de perjuicio, siempre existirán resortes jurídicos generales dispuestos a velar por su ineficacia (entre otros, el mecanismo previsto en el artículo 7.2 CC). Por ello, de comprobarse el abuso, la sanción buscada será principalmente la indemnización de perjuicios que resulten de la responsabilidad del concedente abusador. La lógica francesa, que agrega la cancelación de toda garantía así obtenida, puede parecer improbable en sistemas como el español o el chileno, que no han dispuesto esta sanción de modo expreso, a menos que pueda configurarse como un defecto en las motivaciones del acreedor beneficiario para solicitar una subordinación crediticia o como la falta de una voluntad lo suficientemente libre por parte de los acreedores subordinados.

⁵⁵⁴ RUBIO, *RDCP* 8 (2008), p. 260.

CAPÍTULO IV

FUNCIÓN ECONÓMICA

1. Función económica de la subordinación general: los modelos de financiación subordinada

1.1. Introducción

La lógica de la subordinación general no tiene sentido si no podemos atribuirle alguna utilidad económica. Pero, en atención a los intereses involucrados en esta suerte de mecanismo, tal utilidad debe necesariamente observarse desde una perspectiva tripartita: la que pretenden el deudor y los acreedores (beneficiarios y subordinados).

Respecto al deudor, la pregunta redundante en determinar qué factores le motivan a emitir “deuda subordinada” si sabe que ella le resultará más cara que una emisión normal. Si bien es cierto que el deudor no participa en la ejecución de esta clase de negocios y que el interés de su estricto cumplimiento sólo interesará a los acreedores involucrados, no es menos cierto que la estructura de la financiación subordinada le permitirá un mejor y más amplio acceso al crédito. Ello será consecuencia de que el principal efecto económico de la subordinación general – a veces incluso recogido normativamente – es la asimilación de los recursos obtenidos a los fondos propios del deudor⁵⁵⁵. Incluso, agrega JOHNSON, la “garantía” que supone la subordinación voluntaria también puede implicar que los nuevos créditos sean otorgados con una tasa de interés más baja, dada la reducción de riesgos⁵⁵⁶.

Esta ventaja no pasó desapercibida por el legislador francés, y, luego, por el español, en la configuración del préstamo participativo. En tiempos de vigencia del RDL 8/1983, se estimaba que la razón de ser de la subordinación legal del préstamo participativo estaba en la posibilidad de animar a los restantes acreedores de la sociedad en reconversión o reindustrialización a conceder más créditos en atención a que, en caso de concurso con los acreedores participativos, éstos se pagarían con posterioridad a los suyos. De esta manera se lograba una financiación que ensanchaba las capacidades financieras del deudor sin necesidad de buscar nuevas aportaciones de capital - ciertamente difíciles de conseguir en tiempos de crisis - ni constituyendo un

⁵⁵⁵ GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 373; EVERETT, *B.U. Law Rev.* 44 (1964), pp. 489 y 497 – 498; y CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 37.

⁵⁵⁶ JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p. 10.

pasivo igualmente exigible que pudiese contribuir a la inestabilidad financiera⁵⁵⁷. Tal efecto es igualmente predicable con el nuevo régimen previsto en el RDL 7/1996. No obstante su artículo 20.Uno.d) sólo prevé una asimilación legal al patrimonio neto para los efectos de la aplicación de las reglas de disolución de sociedades y reducción de capital. En este sentido se ha expresado GARCÍA VILLAVERDE: “al subordinar el crédito se presta una garantía suplementaria a otros acreedores, los que van a cobrar antes que los subordinados, que se añade a la derivada del patrimonio social”⁵⁵⁸.

Respecto a los acreedores beneficiarios, el hecho de la subordinación les otorgará una mejor posición para el cobro por un simple efecto reflejo. Incluso, en la mayor parte de los casos, el acreedor ordinario ignorará las ventajas que el negocio de subordinación le proporciona. Pero ello no implica que los intereses de estos acreedores no merezcan la atención del ordenamiento jurídico, al menos en dos aspectos esenciales en toda financiación subordinada: (i) eliminando la posibilidad de revocación de los efectos del negocio de subordinación, especialmente para aquellos acreedores que han concedido mayor crédito al deudor en consideración a la existencia de la señalada subordinación, y (ii) asegurándoles que la degradación del crédito subordinado será respetada por los órganos encargados de efectuar la distribución de las resultas de la liquidación, en los casos en que las reglas de prelación sean aplicables, dentro o fuera del concurso.

Finalmente, desde el punto de vista del acreedor subordinado, la lógica de la subordinación nos sitúa en el beneficio económico esperado, que constituye la contrapartida del máximo riesgo que el acreedor acepta soportar y que se refleja normalmente en una mayor retribución. En este sentido, el perfil del acreedor subordinado será el de un inversor con menor aversión al riesgo, pero que espera que su inclinación a la aventura sea fuertemente compensada. Razón que justifica que en el préstamo participativo el concedente quiera aumentar sus ganancias mediante una retribución basada en la evolución del negocio del deudor, y que también explica las altas tasas de interés en los denominados “junk bonds”, “high yield bonds” o “bonos basura”, a los que nos referiremos *infra*, Capítulo IV, 1.3.1⁵⁵⁹.

Ahora bien, delimitados los intereses involucrados, bien vale la pena referirnos a la forma en que éstos se instrumentan. Cuando nos referimos al término “financiación subordinada” tratamos de la obtención de fondos por parte de la

⁵⁵⁷ Vid. BROSETA, *RDBB* 14 (1983), p. 263.

⁵⁵⁸ GARCÍA VILLAVERDE, *RdS* 9 (1997), p. 15.

⁵⁵⁹ Las citadas expresiones tuvieron su apogeo en Estados Unidos de América en la década de los ochenta, en los que ciertas empresas de mayor riesgo empleaban esta clase de financiación con el objeto de poder escapar de situaciones de actual o inminente insolvencia. En ellos, el acreedor apuesta que, resultado de la dotación de recursos por medio de la adquisición de los títulos, el deudor logrará la estabilidad necesaria para mantenerse en el mercado, pero, dado su mayor nivel de riesgo, exigirá una mayor rentabilidad.

empresa mediante endeudamiento que, en caso de concurso, será pagado con posterioridad al resto de los acreedores ordinarios⁵⁶⁰. La estructura de la financiación subordinada, entonces, se construye sobre los siguientes pilares:

- (i) El deudor obtiene nuevos recursos por medio de endeudamiento, entendiéndose por tal la facilitación de recursos por parte de terceros ajenos a la entidad receptora.

Dados los niveles de riesgo involucrados, serán menos los casos en los que un único financiador esté interesado en absorberlo en solitario. Por ello, lo normal es que estos fondos sean obtenidos mediante la emisión de deuda (obligaciones o bonos), logrando la captación de un monto considerable de parte de diversas fuentes⁵⁶¹. Sin embargo, esta lógica no hace que la emisión de obligaciones sea un mecanismo indispensable para la financiación subordinada, dependiendo su elección de las necesidades particulares a satisfacer, al margen de si es o no útil incorporarlas a valores negociables para lograr su “desintermediación”. Ello a menos que la legislación aplicable haga expresa referencia a una determinada fórmula, como en el caso del artículo 55 de la Ley General de Bancos chilena, que sólo se refiere a la emisión de “bonos subordinados” para efectos de la complementación del “patrimonio efectivo” de esta clase de entidades (*infra*, Capítulo IV, 1.2.3).

- (ii) La financiación debe contener, sea en el acto de emisión o de contratación, según sea el caso, la referencia a que los títulos emitidos o el crédito que origina se encuentran subordinados al pago de todas las demás obligaciones, presentes y futuras, del deudor⁵⁶². De tal suerte, se configura como un caso de subordinación general, pero también originaria. Esta última característica pretende indicar que el crédito nace pospuesto, de forma tal que la cláusula de subordinación se comporta como un elemento esencial en su estructuración⁵⁶³.
- (iii) Las financiaciones subordinadas se caracterizan como supuestos de lo que la doctrina ha denominado como casos de “subordinación incompleta”, o, como hemos indicado, subordinación propiamente tal (*supra*, Capítulo I, 2.1). Ello en cuanto la degradación sólo tiene

⁵⁶⁰ JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p.1, y EVERETT, *B.U. Law Rev.* 44 (1964), p. 488.

⁵⁶¹ Ray David HENSON (1966): “Subordination and bankruptcy: some current problems”, *Bus. Law.*, No. 21, p. 763. También *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 299, al remarcar que “La ventaja de los empréstitos subordinados es la más fácil colocación financiera mediante el recurso a la emisión en masa de valores mobiliarios: la posición de acreedor subordinado se incorpora a un valor negociable.”

⁵⁶² GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 374.

⁵⁶³ HENSON, *Bus. Law.* 21 (1966), p. 763.

aplicación en los casos en que deba recurrirse a las normas de prelación de créditos. La importancia de lo anterior se refiere a que la operatividad de la cláusula de subordinación está sujeta a fenómenos de insuficiencia patrimonial, de modo que su fundamento último es el de tratarse de un mecanismo de respaldo de los fondos propios de la entidad deudora⁵⁶⁴.

Delimitados que han sido los parámetros generales de las financiaciones subordinadas, nos abocaremos a su estudio en particular. Para estos efectos, hemos dividido esta materia según su configuración en el sistema financiero y fuera de él, a modo de efectuar un análisis separado de uno y otro caso. Ello porque, si bien comparten un fundamento idéntico - la asimilación funcional a los recursos propios del deudor -, su desarrollo depende de las especiales reglas contenidas en la regulación sectorial aplicable. Así, bien ha distinguido PORTALE entre financiaciones subordinadas típicas y atípicas⁵⁶⁵.

Las financiaciones “típicas” están caracterizadas por integrar una serie de exigencias adicionales a la subordinación para lograr una asimilación legal a los recursos propios de las entidades de crédito. En el sector financiero, la creciente importancia de las financiaciones subordinadas se justifica por el interés de los organismos reguladores en fortalecer los recursos propios de las entidades de crédito, favoreciendo una mayor solvencia y, en consecuencia, propendiendo a la estabilidad del sistema. De este modo, los requisitos imperativos para la configuración de esta clase de financiaciones subordinadas dependen de las normas de disciplina bancaria sobre fondos propios.

En las financiaciones subordinadas “atípicas”, en cambio, las ventajas se conseguirán únicamente del análisis económico – no normativo - efectuado por los acreedores beneficiarios, de modo que la mayor o menor proximidad a la idea de los fondos propios dependerá de los términos específicos del instrumento en particular. Pero ello no implica que muchos de los requerimientos establecidos por el legislador para las financiaciones típicas no sean recogidos por la práctica en las financiaciones atípicas, sobre todo aquellos elementos que fortalecen la posición de los acreedores beneficiarios.

⁵⁶⁴ JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p.2; COLOMBO, 1983, pp. 426 y 427; PORTALE, 1983, p. 17; PAVONE LA ROSA, 1983, p. 454, y MAFFEI, 1983, p. 478.

⁵⁶⁵ PORTALE, 1983, p. 19.

1.2. Las financiaciones subordinadas en el sistema financiero

1.2.1. Contexto: el fortalecimiento de los recursos propios de las entidades de crédito

La inquietud respecto a la conservación de los niveles de seguridad y fortaleza patrimonial de las entidades de crédito se basa en la evidente importancia del sector financiero en la estabilidad económica de los países. De hecho, ROJO – con un acierto que se replica en la reciente crisis financiera -, agrega que “de ahí que tradicionalmente las empresas bancarias en dificultades escapen de la quiebra, bien por la acción del propio sector (a través de absorciones y de la adquisición de paquetes de control), bien por la intervención del poder público”⁵⁶⁶. El descalabro del sistema financiero, probablemente producto de una debacle económica general, termina por sepultar las esperanzas de una solución a corto plazo, reemplazándola por una señal de angustia a los diversos mercados relacionados.

Se genera, en primer lugar, una crisis de confianza. Si las entidades de crédito no pueden asegurar a sus clientes la estabilidad de sus fondos, probablemente éstos huirán con el dinero y lo destinarán a un mejor fin: se trata del temido “pánico financiero”⁵⁶⁷. Pero, decaído el sistema financiero, tal mejor destino será difícil de encontrar⁵⁶⁸. Hoy por hoy, y dados los evidentes nexos entre los diferentes sectores económicos, el riesgo se acentúa precisamente en razón de la intercomunicación de los mercados. La caída del sistema bancario pasa a ser *consecuencia* de la inestabilidad de otros sectores dada su función de colocación de recursos y el aumento del incumplimiento en la restitución de los fondos por parte de terceros; pero, a su vez, funcionará como *causa* de nuevas situaciones de crisis dada su función de captación e imposibilidad de hacer frente a sus obligaciones de restitución de los fondos recibidos.

En razón de lo anterior, los ordenamientos jurídicos han tenido especial cautela en establecer una regulación que asegure la seguridad y solidez del sistema bancario⁵⁶⁹. Como señala DE VECCHIS, “Toda la legislación bancaria italiana – y, ciertamente no sólo la italiana - tiene como objetivo de fondo la estabilidad y eficiencia del sistema bancario; lo que, por cuanto se deduce, se traduce en adoptar como finalidad primaria de la acción de las autoridades de vigilancia bancaria la de asegurar un correcto y regular ejercicio de la relativa actividad, así como establecer condiciones para evitar la

⁵⁶⁶ ROJO, AAMN 23 (1982b), p. 271.

⁵⁶⁷ E. P. ELLINGER (1986): *Modern Banking Law*, Clarendon Press, Oxford, p. 25.

⁵⁶⁸ Vid. Inmaculada LÓPEZ-BARAJAS PEREA e Ignacio GÓMEZ –SANCHA TRUEBA (2004): “Especialidades del concurso de las entidades financieras tras la nueva Ley concursal”, *RDM*, No. 254, p. 1.544.

⁵⁶⁹ Para una referencia sobre la regulación española de las entidades de crédito, *vid.* José Carlos GONZÁLEZ VÁZQUEZ (1994): “Régimen común a las entidades de crédito”, en AA.VV, *Derecho del Mercado Financiero*, Vol. 1 (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez - Simancas y Sánchez), *passim*.

crisis”⁵⁷⁰. Puede señalarse, sin temor a equívoco, que todo avance normativo en materia de seguridad del sistema bancario ha sido siempre reactivo a situaciones de inestabilidad económica⁵⁷¹. En ellas, las reglas vigentes han probado ser insuficientes, de lo que deviene el interés en nuevas fórmulas que aseguren un control más eficaz.

Desde hace tiempo, la preocupación se ha centrado en dos aspectos: por un lado, en el establecimiento de reglas relativas a los requerimientos patrimoniales y, por otro, en las limitaciones a la actividad bancaria. En relación con el objeto del presente trabajo, sólo nos referiremos al primero de tales puntos. Las exigencias patrimoniales no sólo se refieren al imperativo de contar con un capital mínimo que sirva de sustento a los intereses de los acreedores, sino también a la fijación de ciertas *ratios* financieras de liquidez y solvencia que aseguren el buen estado financiero de la entidad⁵⁷².

De hecho, TAPIA da cuenta de las siguientes funciones de los recursos propios: la *función de garantía*, en tanto los fondos propios otorgan un medio de absorción de pérdidas imprevistas; la *función de confianza*, mediante el otorgamiento de una imagen sana ante el público; y la *función disciplinaria*, por medio de la imposición de parámetros de actuación a los administradores de las entidades de crédito, en tanto la evolución de los fondos propios indican a los accionistas la calidad de la gestión realizada⁵⁷³.

La exigencia de ciertos fondos mínimos se originó históricamente con la *National Bank Act* de 1863, que estableció esta suerte de requisitos para que la *Office of the Comptroller of the Currency* de los Estados Unidos de América otorgase licencias a bancos nacionales. En esta primera regulación, los requerimientos de capital estaban vinculados con el número de habitantes a ser cubierto por la entidad solicitante, de lo que se evidencia que su finalidad distaba de ofrecer un respaldo a la eficacia del sistema, sino más bien crear un parámetro objetivo para asegurar un tamaño suficiente para la cobertura interestatal. En todo caso, los datos empíricos dan cuenta de que durante el curso del siglo XIX, los niveles de capital de los bancos eran relativamente

⁵⁷⁰ Pietro DE VECCHIS (1998): “Aspectos jurídicos de las crisis bancarias en Italia”, en A.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, p. 85.

⁵⁷¹ Tomás Ramón FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ (1988): “Aspectos administrativos de las crisis bancarias”, en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, p. 199.

⁵⁷² La necesidad de contar con regulaciones del capital bancario se han incrementado, entre otras razones, por la mayor exposición al riesgo por parte de las entidades financieras. Para una explicación de las razones de lo anterior, puede consultarse a Eli TALMOR (1980): “A normative approach to bank capital adequacy”, *J.F.Q.A.*, Vol. 15, No. 4, pp. 787 - 788.

⁵⁷³ Alberto Javier TAPIA HERMIDA (1991): “La financiación externa de las cajas de ahorro, en particular las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas”, *RDBB*, No. 43, p. 688.

altos en relación con el riesgo de insolvencia al que se exponían los bancos estadounidenses⁵⁷⁴.

La situación cambia radicalmente con el colapso del sistema bancario norteamericano el año 1933, al menos, en dos sentidos: *en primer lugar*, se regulan las actividades que pueden llevar a cabo los bancos a modo de controlar el riesgo implícito en tales operaciones; y, *luego*, se crea el *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) para otorgar una garantía básica a los depositantes. Surgen también nuevos requerimientos de capital, pero no referidos aún a la estabilidad del sistema, sino impulsados por la necesidad del Estado de obtener recursos para la guerra: el cálculo del capital exigido se asocia a los niveles de riesgo de los activos, excluyendo, para efectos de cálculo, los instrumentos de deuda soberana (deuda pública)⁵⁷⁵.

Hasta la década de los setenta, la estabilidad del sistema bancario se basaba en tres bases fundamentales⁵⁷⁶, a saber:

- (i) La red de seguridad ("*safety net*"), por la cual el órgano regulador – entre otras medidas - serviría de prestamista de último término a fin de asegurar la liquidez del sistema financiero. Esta asistencia, también denominada "*discount window*", podía ser utilizada por bancos solventes, pero ilíquidos, permitiendo el acceso a fondos que no podría haber obtenido en el mundo privado.
- (ii) El sistema de protección a los depósitos mediante una garantía estatal mínima. Este mecanismo, si bien protege a los depositantes, no está exento de polémica, por cuanto presenta un problema de riesgo moral: al saber de la existencia del "seguro", las entidades bancarias pueden estar dispuestas a incurrir en actividades cada vez más riesgosas⁵⁷⁷.

⁵⁷⁴ Cara S. LOWN, Stavros PERISTANI y Kenneth J. ROBINSON (2001): "Capital regulation and depository institutions", en AA.VV., *Restructuring Regulation and Financial Institutions* (edit., James R. Barth, Dan Brumbaugh Jr. y Glenn Yago), Klower Academic Publishers, Estados Unidos de América, p. 44.

⁵⁷⁵ LOWN / PERISTANI / ROBINSON, 2001, p. 45.

⁵⁷⁶ Dennis G. UYEMURA y Donald R. VAN DEVENTER (1993): *Financial Risk Management in Banking*, Bankline, Estados Unidos de América, p. 27. Excepción al sistema anterior la constituye el modelo francés. La Ley de 13 de junio de 1941 constituyó un Comité Permanente de Organización (luego denominado Consejo Nacional del Crédito), cuya finalidad principal era la elaboración de reglas que asegurasen la liquidez y solvencia de las entidades bancarias (Vid. Maurice BERTHOD (1998): "Aspectos jurídicos de las crisis bancarias en Francia", en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, p. 73).

⁵⁷⁷ Camille M. CAESAR (1992): "Capital-based regulations and U.S. banking reform", *Y.L.J.*, Vol. 101, No. 7, p. 1.530.

- (iii) Las limitaciones a las actividades de los bancos. En Estados Unidos, la normativa específica que limitaba la participación de los bancos en mercados de alto riesgo se conoció como *Regulation Q*. La forma de establecer las limitaciones, más que mediante normas prohibitivas, se efectuaba estableciendo un techo a los intereses que los bancos podían pagar en sus operaciones de captación (incluso con un cero por ciento).

Como indica POVEDA, “Los primitivos coeficientes de garantía, o sus inversos, los *gearing ratios*, montados como consecuencia de la crisis de los años veinte y treinta, cumplieron razonablemente bien su misión mientras estuvieron acompañados de un cuadro complejo de restricciones institucionales a la libre competencia bancaria, mientras las entidades de crédito se atuvieron a sus actividades tradicionales, y mientras sus operaciones internacionales no fueron mucho más allá de unas relaciones de corresponsalía para canalizar pagos y transferencias de clientela”⁵⁷⁸.

Pero los años setenta probaron la ineficacia de los mecanismos de control establecidos por la OCC, el FDIC y el *Federal Reserve Bank* en las décadas anteriores, de lo que resultó el establecimiento del modelo de calificación (“*rating*”) denominado CAMEL (acrónimo de “*capital adequacy*”, “*asset quality*”, “*management*”, “*earnings*” y “*liquidity*”) ⁵⁷⁹. La doctrina económica hace referencia a que las regulaciones basadas únicamente en la limitación de actividades arriesgadas por parte de los bancos supusieron el surgimiento de una industria paralela dedicada únicamente a ellas, de lo cual resultó un empeoramiento del sistema en general. De ahí que se prefiriese su reemplazo por un modelo de estándares de capital mínimo a modo de mecanismo de control de riesgo⁵⁸⁰.

El trato inicial al capital de vigilancia de los bancos fue, más bien, prudencial, modelo cuyo punto de quiebre fue la crisis de inicios de los años ochenta. La internacionalización de los bancos, la creación de instrumentos que escapaban del poder regulatorio de las entidades de vigilancia, el cruce entre las actividades bancarias y bursátiles, entre otros, fueron generando legítimas dudas respecto a la calidad de los activos de los bancos y a las herramientas con las que contaban las autoridades de vigilancia para su fiscalización⁵⁸¹. Como factores externos, TAPIA agrega el “grado creciente de riesgo vinculado al desarrollo de la misma actividad bancaria, por grandes crisis sectoriales, por discontinuidades coyunturales y por situaciones continuadas de tensiones inflacionistas y de inestabilidad en los tipos de cambio, junto

⁵⁷⁸ Raimundo POVEDA (1990): “La reforma de los coeficientes de solvencia”, *Papeles de Economía Española*, No. 44, p. 48.

⁵⁷⁹ Que sustancialmente podemos traducir como “adecuación de capital”, “calidad de los activos”, “administración”, “ganancias” y “liquidez”.

⁵⁸⁰ UYEMURA / VAN DEVENTER, 1993, pp. 27 y 28.

⁵⁸¹ CAESAR, Y.L.J. 101.7 (1992), p. 1.532.

al descenso de la calidad de los créditos”⁵⁸². Llegada la crisis, se comprueban entonces dos extremos: la inexactitud del enunciado de que “los bancos no pueden quebrar” (el clásico “*too big to fail*”) y que no existían mecanismos legales suficientes para robustecer la estructura patrimonial de las entidades de crédito, cuestión que se hace más patente en las estructuras no corporativas, como en el caso de las cajas de ahorro⁵⁸³.

Por su parte, y debido al proceso de globalización e internacionalización de las entidades financieras - patente a partir de los ochenta -, Estados Unidos presionó para la creación de estándares uniformes de requerimientos de capital, para no perjudicar competitivamente a la banca nacional ante regulaciones extranjeras que no contuviesen exigencias similares⁵⁸⁴. De hecho, bien puede decirse que la ausencia de controles efectivos por parte de las autoridades de vigilancia a inicios de tal década se justificaba como un intento de no quitar competitividad a los bancos nacionales frente a la banca extranjera⁵⁸⁵. Por tanto, la pregunta se resumía en quién disparaba primero, tomando en cuenta que el disparo estaba dirigido a la banca nacional. De ahí la necesidad de uniformidad, base de los Acuerdos de Basilea alcanzados en 1988 por parte de los organismos regulatorios y bancos centrales del llamado “Grupo de los Diez” (*supra*, Capítulo I, 3.2).

En el establecimiento de las reglas que tratan sobre los requerimientos mínimos de capital de las entidades bancarias, como asimismo para efectos del cálculo de los niveles de liquidez y solvencia requeridos por su funcionamiento, tiene crucial importancia la determinación de qué debe entenderse por “recursos propios”. Lo que siempre fue jurídicamente obvio parece no ser tan claro desde el punto de vista económico. Los ensayos de respuesta habían dado cuenta de la disparidad derivada de la estructura jurídico – institucional del sistema crediticio con la posibilidad de recapitalización mediante el acceso al mercado de capitales de riesgo, especialmente, por su naturaleza, para la banca pública y las cajas de ahorro⁵⁸⁶. De hecho, el

⁵⁸² TAPIA, *RDBB* 43 (1991), p. 690.

⁵⁸³ Marco ONADO (1983): “Aspetti economici e tecnici”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 76.

⁵⁸⁴ Un primer logro hacia la unificación se logró mediante el acuerdo entre el *Bank of England* y las entidades supervisoras norteamericanas (*Office of the Comptroller, Federal Reserve* y el *Federal Deposit Insurance Corporation*) para la adecuación de capital de las entidades financieras con actividades internacionales. Pese a que los acuerdos fueron alcanzados en marzo de 1986, y reflejados en el documento denominado “*Agreed proposal of the United States federal banking supervisory authorities and the Bank of England on primary capital and capital assesment*” (publicado el 8 de enero de 1987), éstos nunca fueron llevados a efectos, pero sirvieron de impulso para los acuerdos del Comité de Basilea. *Vid.* CAESAR, *Y.L.J.* 101. 7 (1992), p. 1.535, y UYEMURA / VAN DEVENTER, 1993, p. 34.

⁵⁸⁵ CAESAR, *Y.L.J.* 101.7 (1992), p. 1.530.

⁵⁸⁶ PORTALE, 1983, p. 6. Respecto a las ventajas de la ampliación de los instrumentos computables como recursos propios por parte de las cajas de ahorro, puede consultarse TAPIA, *RDBB* 43 (1991), pp. 691 – 693. En particular, el párrafo 8º de la exposición de motivos de la Ley 13/1985, daba cuenta que “Sin perjuicio de su uso por otras entidades [*de las obligaciones subrogadas, préstamos participativos o similares*], esta figura puede ser muy útil en el saneamiento de aquéllas que por su

fortalecimiento de los recursos propios de las entidades de depósito, como medida para afrontar el mayor riesgo de la actividad bancaria, y la ampliación del catálogo de instrumentos para lograr su incremento, fueron dos de las principales motivaciones para la promulgación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros⁵⁸⁷.

A tales efectos, es evidente que los recursos propios de las entidades de crédito, al igual que para el resto de las sociedades, están constituidos primariamente por las aportaciones de capital. No obstante, la tendencia ha sido la incorporación de otros instrumentos - principalmente "híbridos financieros" - que, dadas sus características, cumplen similares funciones que el capital propiamente tal o capital primario ("*core capital*"), al menos, en cuanto a su posibilidad de absorber pérdidas. De hecho, tal capacidad es la primera finalidad que se asigna a los recursos propios de las entidades de crédito⁵⁸⁸. Se pretende superar entonces la noción jurídica de "capital", fomentando el reconocimiento de su concepción más económica. Para ello, se ha atendido más a su función que a su ropaje.

Para estos efectos, cabe recordar que la mayor parte de la doctrina ha asignado al capital social funciones de garantía, producción y organización⁵⁸⁹. La función de garantía se refiere a la utilidad del capital ante terceros, de manera que sirva como "fondo de responsabilidad que por su carácter indivisible se encuentra especialmente afecto al desarrollo de la empresa y al pago de esas deudas"⁵⁹⁰. Por su parte, la función productiva supone la suficiencia del capital a efectos de servir de medio de explotación de la empresa, dando pie al principio de adecuada capitalización de las sociedades. Finalmente, la función organizadora tiene importancia para atribuir derechos a los socios o accionistas, como también para determinar aspectos tales como la existencia de beneficios distribuibles o el monto de obligaciones que pueden ser emitidas por la sociedad.

naturaleza jurídica no pueden emitir capital - Cajas de Ahorros - o experimentar dificultades y limitaciones para hacerlo - Cooperativas de Crédito -."

⁵⁸⁷ Fermín ZANCADA PEINADO (1986): "Los *ratios* de medición de solvencia: consideración especial de las entidades de depósito y la reciente reforma en España", *Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero*, No. 13, p. 11.

⁵⁸⁸ ONADO, 1983, p. 78.

⁵⁸⁹ *Vid.*, entre otros, Aurelio MENÉNDEZ y Alberto VAQUERIZO ALONSO (2007): "Concepto, denominación y carácter mercantil de la sociedad anónima", en AA.VV., *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles* (dir. Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez y Manuel Olivencia), Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 86 – 97; e Ignacio ARROYO MARTÍNEZ y Francisco MERCADAL VIDAL (2009): "Disposiciones Generales", en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. Ignacio Arroyo, José Miguel Embid y Carlos Górriz), Tecnos, Madrid, pp. 46 y 47 (y la extensísima bibliografía citada por estos últimos).

⁵⁹⁰ MENÉNDEZ / VAQUERIZO ALONSO, 2007, p. 88.

Así, la función organizadora no podrá atribuirse a la composición de los recursos propios mediante híbridos financieros en tanto éstos, por su naturaleza, no llegan a desnaturalizarse hasta hacer que sus titulares dejen de ser acreedores y pasen a detentar una participación societaria. La función organizadora, ya anunciaba GIRÓN, califica al capital como “unidad de medida”, como “el módulo para la solución de todos los problemas que requieren medir dentro de la estructura social”⁵⁹¹. La ajenidad a tal estructura por parte de los titulares de los híbridos financieros, o al menos de la financiación subordinada, impedirán la asimilación al capital para estos efectos.

Sin embargo, sí puede lograrse un acercamiento a la función de garantía, siempre que se asegure la estabilidad de los fondos recibidos vía endeudamiento, por ejemplo, exigiendo una vigencia mínima y prohibiendo cláusulas o eventos de rescate anticipado. Y así también a la función productiva, en tanto los fondos recibidos logren asimilarse al “capital de riesgo”⁵⁹², donde cobra verdadera importancia una cláusula de subordinación. Como indica QUINTANA, “... cada día comienza a hablarse más de «recursos de la sociedad», «medios de financiación de la sociedad», etc., que de «capital social»; en conclusión, que el capital social no es únicamente el «capital escriturado», sino lo que en términos económicos podría llamarse el «capital de riesgo», el cual el «capital social» es uno más de los medios financieros con que la sociedad cuenta. Lo que lleva como consecuencia que haya entrado en crisis la función de garantía del capital que hasta el momento ha venido constituyendo su concepto desde una perspectiva jurídico – formal”⁵⁹³.

La elección y clasificación de los recursos complementarios (“*complementary capital*”) deben ajustarse a la finalidad pretendida mediante el establecimiento de las reglas de control de solidez y seguridad del sistema financiero. A este respecto, no debe olvidarse que la principal preocupación del Estado es la prevención de las consecuencias negativas de las crisis bancarias. De ahí que no baste la asimilación económica del recurso complementario a los fondos propios, sino el establecimiento de un régimen jurídico que ofrezca verdadera seguridad.

En el tema que nos interesa, se ve en las características de las financiaciones subordinadas cierta capacidad de absorción de pérdidas, aunque lógicamente menor que el capital propiamente tal. Por ello, no basta con su configuración como un “crédito de último rango” (o “*credit de dernier rang*”, como les denomina la doctrina francesa), sino que también será necesaria la determinación de ciertos requerimientos

⁵⁹¹ José GIRÓN TENA (1952): *Derecho de Sociedades Anónimas*, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid, p. 51.

⁵⁹² Como declaran ARROYO / MERCADAL, 2009, p. 46, “El capital social, como sabemos, expresa la suma del valor económico asignado a las aportaciones de los socios y, en esta medida, simboliza los recursos allegados por aquéllos para financiar la compañía. Esto es, el llamado «capital de riesgo» aportado o prometido por los socios conforme a los estatutos”.

⁵⁹³ Ignacio QUINTANA (1987): “El capital social”, en AA.VV., *La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. Ángel Rojo Fernández - Río), Civitas, Madrid, p. 107.

adicionales que permitan su mayor acercamiento al capital primario, especialmente en lo que se refiere a su estabilidad⁵⁹⁴. Por medio de la incorporación de la financiación subordinada al campo de los recursos propios de las entidades de crédito se logran varios efectos: (i) ampliar el espectro de fuentes disponibles para que las entidades de créditos cumplan con los requerimientos de capital y solvencia; (ii) permitir al público en general el acceso a un instrumento de financiación adicional, con mayores niveles de retribución que la mayoría de los instrumentos de deuda; y (iii) permitir un control indirecto por parte de los órganos reguladores dadas las señales del mercado en razón de las fluctuaciones de los créditos subordinados (la denominada “disciplina de mercado”). Todas estas cuestiones serán desarrolladas a continuación.

1.2.2. Aspectos generales de la utilización de las financiaciones subordinadas como complemento de los recursos propios en el ámbito de las entidades de crédito

La inclusión de las financiaciones subordinadas como mecanismo de complemento de los recursos propios de las entidades de crédito no fueron, en su momento, nada pacíficas. Si bien es cierto que en situaciones de insolvencia su comportamiento se asemejaría al de los recursos propios, la crítica estaba dada por el hecho que no pueden ser utilizadas para absorber pérdidas en otros supuestos⁵⁹⁵. La asimilación es limitada, entonces, por tres características propias de la financiación subordinada: por su carácter de deuda, por su actuación únicamente en situaciones de crisis extrema, y por tratarse normalmente de instrumentos de renta fija⁵⁹⁶.

Como agrega ONADO, las financiaciones subordinadas implican una carga financiera con independencia de la obtención de beneficios netos de la empresa, no pudiendo ser utilizadas para absorber las pérdidas corrientes de tipo patrimonial, sino sólo entran en juego cuando el patrimonio ya se ha perdido⁵⁹⁷. Comentario que, en todo caso, llama la atención desde la idea del préstamo participativo, en términos que el propio concepto de participación limitará la remuneración del concedente precisamente en aquellos ejercicios en que hubiesen registrado pérdidas.

Superada la polémica, se establecen una serie de restricciones para que las financiaciones subordinadas puedan ser computadas. Cabe concluir que tales limitaciones tienen como principal motivación el acercar su comportamiento al de los recursos propios primarios, reconociéndoles solamente un carácter “complementario”, en el sentido de “no sustitutivo”, del capital. Sin embargo, la regulación debe

⁵⁹⁴ PORTALE, 1983, p. 18.

⁵⁹⁵ ZANCADA, *Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero* 13 (1986), p. 16.

⁵⁹⁶ POVEDA, *Papeles de Economía Española* 44 (1990), p. 53, agrega que si “las deudas subordinadas no son perpetuas, su función de capital es perecedera: desaparece en el momento en que la deuda vence y es reembolsada, aunque ya entonces existan problemas latentes graves.”

⁵⁹⁷ ONADO, 1983, p. 87.

enmarcarse en un límite de razonabilidad, puesto que restricciones demasiado graves pueden desincentivar su colocación habida cuenta de la ausencia de demanda⁵⁹⁸. Nadie adquirirá un instrumento de deuda en la certeza de que éste no podrá ser pagado, no sólo por la incapacidad del deudor, sino también por la temerosa mano del legislador.

En el sistema norteamericano, la emisión de deuda subordinada por parte de las entidades bancarias se inicia a fines de los años setenta y en los ochenta, impulsados por el reconocimiento que se le da a la financiación subordinada como integrante de los fondos propios para fines de supervisión federal⁵⁹⁹. La deuda subordinada no fue

⁵⁹⁸ ZANCADA, *Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero* 13 (1986), p. 16

⁵⁹⁹ GALLAGHER, *Bank. Law. J.* 85 (1968), p. 857, da cuenta de las objeciones iniciales del *Comptroller of the Currency* de los Estados Unidos de América a la emisión de los entonces denominados "capital notes" para la conformación del capital social de las entidades financieras, manifestadas expresamente por Ray M. Gidner (el *Comptroller of the Currency*) en 1957. Agrega que esta valoración cambió en los años sesenta dadas las mayores necesidades de capital por parte de los bancos, sin que estuviere disponible la alternativa de la emisión de nuevas acciones. Así, la *Commission of Money and Credit* advirtió al entonces Presidente John F. Kennedy sobre la posibilidad de ampliar las bases para la adecuación de capital a ciertos instrumentos complementarios, como las emisiones de deuda subordinada, cuestión que se tradujo en una nueva regulación del *Comptroller of the Currency* (James Saxon), permitiéndolas expresamente en 1962.

Por su parte, Paul F. JESSUP y Mary BOCHNAK (1976): "Why not deregulate bank debt capital?", *Financial Management*, Vol. 5, No. 4, p.65, señalan que, pese a este reconocimiento, el *Federal Reserve Board* mantuvo su rechazo hasta 1976, año en que se acepta la propuesta del *Federal Financial Institutions Council* para su consideración como capital secundario. Uwe H. SCHNEIDER (1983): "Finanziamenti subordinati come capitale proprio a fine di vigilanza negli Stati Uniti", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 256, agrega que tal reticencia se debió a que el reconocimiento de la deuda subordinada como fondos propios sólo se dio excepcionalmente con motivo de la crisis económica de la década de los treinta al amparo del *Emergency Banking and Bank Conservation Act* (9 de marzo de 1933) y sólo en caso que el acreedor fuere la *Reconstruction Finance Corporation*, de lo cual se demuestra que, en líneas generales, el préstamo subordinado no puede ser asimilado al capital social.

Sobre la historia de esta clase de financiaciones, cabe tener presente que RETOUT, 1995, p. 72, comenta que luego del importante desarrollo de los mercados financieros internacionales en las décadas de los sesenta y setenta, las autoridades tomaron conciencia de la falta de reglamentación. Las quiebras del Banco Herstatt en Alemania y del Banco Nacional Franklin en los Estados Unidos fueron el origen de este cambio de actitud. De hecho, en el primer caso, se reconoció jurisprudencialmente que el poder público podía ser causante de la crisis de aquella entidad por el no uso de sus facultades de vigilancia (vid. Sebastián MARTÍN-RETORTILLO BAQUER (1988): "Panorama general de las crisis bancarias", en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, p. 29). A juicio de Jean LE BRUN (1998): "El marco jurídico anterior a las crisis bancarias", en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, p. 45, "El caso más evidente de responsabilidad es el de la falta de control que da origen al hundimiento de un establecimiento bancario y que, por esta causa, supone un perjuicio para terceros... De cualquier forma, ninguna autoridad de control puede hacer caso omiso de las señales que anuncian una dificultad seria o una posible insolvencia..." A partir del caso Herstatt se perfeccionaron los instrumentos de inspección bancaria en Alemania, mejorando las posibilidades de intervención del órgano regulador, creando un sistema privado de garantía de los depósitos y constituyendo el Liquiditaets – Konsortialbank GMBH, como entidad

creación del sector financiero, pero fue en este ámbito donde se empezó a estructurar la idea de los “*subordinated convertible debentures*” (títulos de deuda subordinada convertibles en acciones). Conforme nos indica SCHNEIDER, la razón de la convertibilidad se encontraba en obtener una rebaja en la tasa de interés, justificada porque el adquirente del título estaba más interesado en el potencial aumento de valor de las acciones de la sociedad financiada que en la obtención de una tasa de interés incrementada por el mayor riesgo asumido⁶⁰⁰.

Sin embargo, cabe advertir que el aumento de la tasa de interés en la emisión de las financiaciones subordinadas por parte de las entidades de crédito puede ser más teórico que real. Como hemos indicado, la mayor retribución depende del mayor riesgo asumido por el titular de las obligaciones subordinadas. No obstante, en el campo de las entidades de crédito, ese mayor riesgo tiende a ser morigerado por una multitud de factores económicos y jurídicos. Por de pronto, todas las medidas destinadas a la protección del sector bancario (“*security net*”) y el establecimiento de remedios paraconcursoales para evitar su quiebra hacen que el adquirente de la obligación subordinada, psicológicamente, piense que el riesgo es extremadamente bajo⁶⁰¹. Esta afirmación debe ser actualmente matizada, como se comprueba por la reciente crisis económica. Así, se ha llegado a indicar que el mercado de las financiaciones subordinadas ha sido “torpedeado” por *Lehman Brothers* (cuarto banco de inversión de los Estados Unidos de América), “haciendo que sus titulares se enfrenten a la realidad de la quiebra de las entidades financieras”⁶⁰².

1.2.3. Regulaciones específicas de las financiaciones subordinadas en el ámbito de las entidades de crédito

Aunque existen varios modelos de regulación de las financiaciones subordinadas típicas, del estudio que sigue se advierte cómo existe una fluida comunicación entre ellos. Así, hay un innegable vínculo entre los primeros modelos ofrecidos por el Comité de Basilea, las Directivas comunitarias de 1989, el régimen originalmente establecido en España y la regulación chilena. Así también hay similitudes evidentes entre los acuerdos de Basilea II, las Directivas comunitarias de 2006 y su trasposición en el ordenamiento español. Para fines didácticos, ofrecemos un cuadro comparativo de los sistemas vigentes en el **Anexo I** del presente trabajo.

voluntaria aseguradora de la liquidez del sistema. Con los anteriores antecedentes a la vista, se constituyó el Comité de Basilea, subcomité del G-10 de la *Banque des Règlements Internationaux*.

⁶⁰⁰ SCHNEIDER, 1983, p. 234. Sobre las ventajas económicas de la deuda convertible como ejemplo de los “híbridos financieros”, puede consultarse a Roger MCCORMICK y Harriet CREAMER (1987): *Hybrid Corporate Securities*, Sweet & Maxwell, Londres, pp. 40 y 41.

⁶⁰¹ Sobre el particular, TAPIA, *RDBB* 43 (1991) pp. 723 y 724.

⁶⁰² Artículo de la revista *Euroweek*, de 26 de septiembre de 2008, No. 1.073, p. 71.

a. *Modelos propuestos por el Comité de Basilea:*

El Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria – dependiente del *Bank for International Settlements (BIS)* - ha publicado varios documentos que dan cuenta de diversos modelos para soportar y tratar los riesgos del mercado financiero. Por ello debemos diferenciar varias etapas que, sucesivamente, han ido perfeccionando la normativa, enfrentándose a los nuevos riesgos que implica la innovación financiera. El mundo, por supuesto, no es el mismo que el de los años ochenta.

El primer modelo – enunciado en los Acuerdos de Basilea de 1988 (actualmente conocido como “Basilea I”) ⁶⁰³ – se centra únicamente en el denominado “riesgo de crédito”, referido a la posibilidad de que las colocaciones realizadas por el banco resulten impagas, sea por simple morosidad o por el deterioro de las capacidades patrimoniales de los deudores. Esta aproximación reconoce abiertamente que se tratará de una normativa incompleta, en el sentido que no alcanza a cubrir todas las contingencias del sistema bancario⁶⁰⁴. Pero se asume así en tanto se trata de un primer paso, sopesando que es éste el riesgo que afecta con más fuerza al sistema financiero.

La manera de afrontarlo, supone Basilea I, se traduce en clasificar los activos financieros (colocaciones) conforme a su nivel de riesgo implícito, y en exigir un capital mínimo, cuyo monto estará determinado en razón del valor de los activos financieros ya clasificados (ocho por ciento). Pero la exigencia del capital mínimo requiere de la determinación de los diferentes instrumentos necesarios para su concreción, de lo que surge la clasificación de los recursos disponibles en capital propiamente tal (“*core capital*”, “*basic equity*” o “*tier 1*”) y capital complementario (“*supplementary capital*” o “*tier 2*”) ⁶⁰⁵. A este respecto, FERNÁNDEZ DEL POZO da cuenta de que “La novedad revolucionaria en cuanto a la definición del capital regulatorio consistió en la constatación de la diferente calidad de los recursos propios computables en atención a la mayor o menor disponibilidad de los mismos para la cobertura de los riesgos y para garantizar la continuidad empresarial” ⁶⁰⁶. En suma, la razón de ser de esta distinción se traduce en los límites establecidos para el segundo tramo. Así, como límite genérico, se define que el capital suplementario no puede superar los recursos obtenidos a modo de “*core capital*”, además del establecimiento de restricciones específicas para cada uno de los instrumentos.

⁶⁰³ El texto de los Acuerdos de Basilea de 1988, denominado “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*” (en adelante, también “Basilea I”) se encuentra disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf?noframes=1> (consultada el 20 de junio de 2010).

⁶⁰⁴ Mariarosa BORRONI (2006): *Prestiti Subordinati e Debt Capital nelle Banche Italiane*, Bancaria, Roma, p. 44.

⁶⁰⁵ CAESAR, Y.L.J. 101.7 (1992), p. 1.539, demuestra cómo el sistema de dos tramos en la conformación del capital para fines regulatorios, si bien uniforma los criterios divergentes de los diferentes países involucrados, otorga una mayor flexibilidad al sistema.

⁶⁰⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, 2005, p. 35.

La financiación subordinada surge entonces como uno de los elementos a tener en cuenta para la constitución del capital secundario⁶⁰⁷. El Comité está consciente de las deficiencias técnicas del instrumento – especialmente su fecha de vencimiento e incapacidad de absorber pérdidas fuera de los supuestos de liquidación –, justificando así el requerimiento de ciertas cláusulas adicionales y las limitaciones específicas en cuanto a su monto.

Respecto a los señalados requerimientos, este primer modelo da cuenta de ciertas características de las financiaciones subordinadas que se mantienen hasta la actualidad, de manera que sólo las referiremos para su posterior análisis: (i) los fondos deben encontrarse completamente desembolsados; (ii) no pueden encontrarse garantizadas, sino que deben subordinarse al pago del resto de las obligaciones de la entidad; (iii) deben tener un vencimiento de al menos cinco años; y (iv) su contabilización va sufriendo una reducción del veinte por ciento en sus últimos cinco años de vigencia. Respecto a sus límites específicos, los montos obtenidos vía financiación subordinada no pueden superar el cincuenta por ciento de los recursos calificados como capital básico.

Pero el modelo original de Basilea I también incluía otra fórmula de financiaciones subordinadas: los híbridos financieros calificables como “deuda perpetua”. En cualquier caso, la asimilación de esta clase de instrumentos a los recursos propios de los bancos, incluso como capital primario, tiene su origen en Inglaterra. La historia comienza con la emisión de deuda perpetua (por un monto de quinientos millones de dólares) por parte del National Westminster Finance B.V. en 1984⁶⁰⁸. Pero el hito a destacar – nos informa FERNÁNDEZ DEL POZO - se encuentra en ese mismo año, cuando el *Bank of England* “dentro de su diseño de política de supervisión de la solvencia de las entidades de crédito bajo su jurisdicción, redescubre el viejo instrumento de la deuda perpetua... Este pronunciamiento administrativo sigue una práctica intensísima de emisiones. El éxito del nuevo instrumento es un prelude de lo que luego vendrá en la regulación adoptada en Basilea I y en la Directiva 299/89/CEE”⁶⁰⁹. Al efecto, y conforme se precisara en el marco de las negociaciones con Estados Unidos para la uniformidad de los requerimientos de capital (en marzo de 1986), su contabilización requería que la deuda fuese subordinada, perpetua, sólo redimible a voluntad del emisor y con autorización del Banco de Inglaterra, y automáticamente convertible en acciones preferentes en caso de

⁶⁰⁷ En los estudios de Basilea I, la referencia a los instrumentos de deuda perpetua y subordinada es más bien incidental. Se admite su asimilación como capital secundario conforme a la estructuración propuesta por el Banco de Inglaterra, al tiempo que se destaca su posibilidad de absorber pérdidas sin necesidad de proceder a la liquidación de la entidad de crédito.

⁶⁰⁸ LAMANDINI, *BBTC* 44.1 (1991), p. 606.

⁶⁰⁹ FERNÁNDEZ DEL POZO, 2005, p. 19.

pérdidas⁶¹⁰. En el análisis de los requisitos establecidos por Basilea I (y, luego, por la normativa comunitaria), veremos que sólo se excluye este último elemento, aunque se reemplaza por la posibilidad de postergar el pago de capital e intereses para el mismo evento de pérdidas⁶¹¹.

Siguiendo el modelo inglés, Basilea I dispone que estos instrumentos pueden ser contabilizados como capital secundario siempre que: (i) no se encuentren garantizados, sino que sean subordinados al resto de los acreedores; (ii) los fondos estén completamente desembolsados; (iii) no puedan rescatarse a requerimiento de su titular ni sin la autorización previa de la autoridad de vigilancia; (iv) puedan participar en las pérdidas sin necesidad de proceder a la liquidación de la entidad; y (v) admitan la posibilidad de postergar el pago de capital e intereses para el caso que las utilidades de la entidad no puedan soportar el pago.

Una diferencia con la financiación subordinada propiamente tal puede observarse a nivel de sus límites de computabilidad toda vez que la deuda perpetua no tiene una restricción específica, sino sólo la general aplicable a todos los instrumentos de capital suplementario. Ello se justifica dado que, por su calidad de deuda perpetua y su participación en las pérdidas aún previo a la liquidación de la entidad de crédito, se asemeja con mayor fuerza a los caracteres del capital primario.

Todo el modelo original debió ser modificado y complementado en enero de 1996 en atención a la constatación de la creciente importancia de un nuevo riesgo: el "riesgo de mercado". Se refiere éste al efecto que produce la variación de las tasas de interés y los tipos de cambio en los instrumentos de deuda tomados por la entidad de crédito⁶¹². Así, por medio del documento denominado "*Amendment to the capital accord to incorporate market risks*", el Comité de Basilea establece las bases para el control de esta nueva contingencia, nuevamente mediante el establecimiento de un capital mínimo en referencia a los activos ponderados por riesgo⁶¹³. Para estos efectos, se incorpora un tercer tramo ("*weak capital*" o "*tier 3*"), constituido por financiación subordinada a corto plazo. Se le reconoce a esta clase de financiación, aunque de manera muy limitada, una cierta capacidad de mejorar la adecuación patrimonial de la

⁶¹⁰ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 296 y 297. El requisito de la conversión en acciones fue posteriormente flexibilizado, nos informa FERNÁNDEZ DEL POZO, 2005, p. 19, de modo que se admitió una cláusula por la cual el obligacionista sólo fuera considerado "como" un accionista preferente, en el sentido de tener derecho a ser reembolsado antes que el resto de los accionistas ordinarios.

⁶¹¹ De hecho, MCCORMICK / CREAMER, 1987, p. 57, comentan que fue precisamente el requisito de conversión automática el que hizo que el régimen de las financiaciones perpetuas propuesto por el *Bank of England* fuera percibido como demasiado estricto por la práctica financiera.

⁶¹² Razeen SAPPIDDEM (2004): "The regulation of credit, market and operational risk management under the Basel Accord", *J. Bus. L.*, p. 64.

⁶¹³ El texto de las Modificaciones a los Acuerdos de Basilea de 1996 se encuentra disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs24.pdf?noframes=1> (consultada el 20 de junio de 2010).

banca en tanto contribuye a aligerar el peso del riesgo de mercado en el capital básico⁶¹⁴.

Los requisitos específicos impuestos a esta clase de financiación subordinada de tercer tramo fueron los siguientes: (i) los fondos deben encontrarse completamente desembolsados; (ii) no pueden encontrarse garantizados, sino que deben subordinarse al pago del resto de las obligaciones de la entidad; (iii) deben tener un vencimiento de al menos dos años; (iv) no pueden ser reembolsados anticipadamente sin la autorización de la autoridad de vigilancia; y (v) deben prever una cláusula de *lock-in*, por la cual la autoridad de vigilancia puede ordenar la suspensión del pago del principal y de los intereses, si en virtud de tal pago el banco no alcanzaría a cumplir con los requerimientos de capital⁶¹⁵. Respecto a sus límites específicos, los montos obtenidos vía esta financiación subordinada especial no podían superar el doscientos cincuenta por ciento de los recursos calificados como capital básico necesarios para la cobertura del riesgo de mercado. A su vez, la suma de los fondos calificados como “*tier 2*” y “*tier 3*” no podían exceder los montos del tramo 1, restricción que – en todo caso – podía ser modificada por las autoridades nacionales.

Finalmente, mediante una comunicación emitida el 27 de octubre de 1998, el Comité de Basilea aceptó expresamente la inclusión de un tipo especial de financiación subordinada para su inclusión en el cómputo del primer tramo⁶¹⁶. Cuestión que resulta llamativa, por decir poco, en tanto el capital básico se calificaba como el sustento último y fundamental de la solvencia bancaria, conformada casi únicamente por las aportaciones de capital. Pero se acepta la incorporación de esta clase de instrumentos (“*capital securities*”) dada su extensión en los mercados (especialmente el norteamericano, previa autorización del *Federal Reserve*) y en razón a que se sujeta a un impresionante número de limitaciones y requisitos especiales.

Así, sólo el 15 por ciento del “*tier 1*” podía estar constituido por esta clase de instrumentos de deuda, cuyas características pueden resumirse de la siguiente manera: (i) los fondos deben encontrarse completamente desembolsados; (ii) no son deuda acumulativa, de manera que la cuota no cobrada se pierde definitivamente; (iii) deben subordinarse al pago del resto de las obligaciones de la entidad, incluido el resto de las financiaciones subordinadas; (iv) no deben encontrarse garantizadas, ni por el emisor ni por entidades relacionadas, ni contar con ningún otro mecanismo de protección que legal o económicamente aumente sus posibilidades de pago frente a otros acreedores; y

⁶¹⁴ BORRONI, 2006, p. 49.

⁶¹⁵ Facultad que, a juicio de Edward G. EISERT (1997): “How to issue subordinated debt under the new tier 3 capital rules”, *I.F.L.R.*, No. 16, p. 13, debe ser ejercida con precaución por parte de la autoridad de vigilancia, toda vez que puede reducir la confianza del mercado en el banco y en la liquidez de sus instrumentos, aumentando el problema.

⁶¹⁶ El texto de la referida comunicación se encuentra disponible en <http://www.bis.org/press/p981027.htm> (consultada el 20 de junio de 2010).

(v) sólo pueden ser rescatadas anticipadamente una vez transcurridos cinco años desde su emisión, previa autorización de la autoridad de vigilancia, y siempre que sea reemplazada por instrumentos de mayor calidad o la autoridad certifique que el capital existente es suficiente para la cobertura de sus riesgos.

Dado el riesgo que esta clase de financiación implica para sus acreedores, el Comité de Basilea aceptó el establecimiento de cláusulas moderadas de incremento de tasas ("*step – up clauses*"). Se refieren éstas a la posibilidad de incremento de la tasa de interés inicial para el caso de que la financiación no haya sido reembolsada o rescatada al cabo de una cierta cantidad de años (generalmente diez), siempre que tal posibilidad sólo pueda ser ejercida una vez durante la vida del crédito y el incremento no supere los cien puntos base o el cincuenta por ciento del margen ("*spread*"), a elección de la autoridad nacional.

La evolución de los mercados financieros y de la forma en la que las entidades de crédito funcionan en ellos provocó la necesidad de dar una nueva mirada a los requerimientos de capital. El riesgo de crédito – materia de Basilea I – se quedó corto ante otras tantas contingencias que las entidades supervisoras y el mercado avizoran en el horizonte, considerando que la identificación del riesgo de mercado en 1996 tampoco fue suficiente para asegurar la fortaleza del sistema⁶¹⁷. Así, ya en 1999 se anticipa la creación de un nuevo marco regulatorio, mediante la publicación de una consulta ("*consultive paper*") por parte del Comité de Basilea, todavía focalizando la supervisión desde la idea única – aunque mejorada – de los requerimientos de adecuación de capital. La propuesta original no fue exitosa, de modo que fue reformulada en el año 2001, proponiendo por primera vez una estructura basada en tres pilares: los requerimientos regulatorios de capital mínimo, el proceso del examen supervisor y la disciplina de mercado. La innovación es máxima, y llega a un nivel de complejidad que supera por mucho los incipientes intentos de 1988. Ello dado que los Nuevos Acuerdos de Basilea (conocidos como "*Basilea II*"), pretenden afrontar un catálogo más extenso de contingencias, aunque siempre en forma de listado abierto y sujeto a revisión⁶¹⁸. El mercado avanza demasiado rápido como para cerrar la puerta y entender que la tarea ha finalmente concluido.

El propio documento explicativo de Basilea II da cuenta que "El objetivo primordial del Comité al revisar el Acuerdo de 1988 ha sido establecer un marco que fortaleciera en mayor medida la solidez y estabilidad del sistema bancario internacional, manteniendo al mismo tiempo la necesaria consistencia para que la normativa de suficiencia"⁶¹⁹. La nueva fórmula retiene ciertos elementos del acuerdo original, tales como el requerimiento de capital basado en el porcentaje (ocho por

⁶¹⁷ Eric Y. WU (2005): "Basel II: A revised framework", *Annual Review of Banking and Financial Law*, No. 24, p. 152.

⁶¹⁸ SAPPIDEEM, *J. Bus. L.* (2004), p. 61.

⁶¹⁹ A la fecha, el texto más actualizado de los acuerdos de Basilea II datan del año 2006, y se encuentran disponibles en: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010).

ciento) de los activos ponderados por riesgo, la estructura de análisis de los riesgos de mercado establecidos en 1996 y la configuración de los recursos propios⁶²⁰. Pero avanza en la identificación de nuevos riesgos (especialmente el denominado “riesgo operacional”), en la elaboración de dos nuevos pilares (los procedimientos de supervisión y la disciplina de mercado) y en el establecimiento de mecanismos alternativos para el cálculo de requerimientos de capital, entre otros.

Particularmente respecto a las financiaciones subordinadas, Basilea II resume todos los avances alcanzados a la época, incluyendo la referencia a sus diversas formas a efectos de su cómputo como recursos complementarios (“*tier 2*”) o auxiliares (“*tier 3*”). La diferencia no se encuentra, por tanto, en su tipología, sino en los aspectos para los cuales pasan a tener importancia. Como indicábamos, Basilea II pretende enfrentar un abanico de riesgos bastante más amplio que el riesgo de créditos, y, en todos ellos, la conformación de los recursos propios forma parte de la ecuación. Una explicación particular de todas estas fórmulas, creemos, sobrepasa el interés del presente trabajo.

Pero sí nos parece atinente dar cuenta de las razones por las que Basilea II promueve la emisión de financiaciones subordinadas para efectos de lograr una “disciplina de mercado” (“*market discipline*”)⁶²¹. Se recomienda a los legisladores que elaboren normas que, destinadas a mejorar la supervisión de las entidades de crédito, establezcan un sistema de control basado en las señales arrojadas por el mercado secundario, en este caso, de las obligaciones subordinadas, evitando la asunción de riesgos imprudentes por parte de las entidades bancarias. La importancia de contar con la información de mercado como mecanismo auxiliar de supervisión de la actividad bancaria se hizo evidente a partir de la década de los noventa, toda vez que los diferentes observadores dieron cuenta de una estructura y actividad más compleja por parte de los bancos (crecimiento exponencial e internacionalización de la banca, extensión de los servicios bancarios, nuevos instrumentos de cobertura de riesgos, etc.)⁶²².

⁶²⁰ Para una referencia comparativa entre Basilea I y Basilea II, *vid.* WU, *Annual Review of Banking and Financial Law* 24 (2005), pp. 152 – 154.

⁶²¹ Esta idea, sin embargo, no es original de Basilea II. Sus antecedentes se encuentran en los estudios llevados a cabo por el *Federal Reserve System* en la década de los noventa. *Vid.* AA.VV. (1999): *Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline*, Staff Study No. 172, Study Group on Subordinated Notes and Debentures, Federal Reserve System. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/172/ss172.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010). Idea que SAPPIDEEM, *J. Bus. L.* (2004), p. 81, atribuye más bien al *Shadow Financial Regulatory Committee*, un grupo de expertos independientes en el sector de los servicios financieros, creado al amparo del *American Enterprise Institute for Public Policy Research*.

⁶²² AA.VV. (1999): *Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline*, Staff Study No. 172, Study Group on Subordinated Notes and Debentures, Federal Reserve System. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/172/ss172.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010), p. 1.

La “disciplina de mercado directa” (*“direct market discipline”*) supone reglas preventivas de autocontrol, considerando que las decisiones de inversión por parte de los emisores generan una reacción en los mercados, manifestados principalmente en el tipo de interés implícito en las emisiones de deuda, en las tasas de descuento aplicadas a su valor facial y en la fluctuación de sus precios de transacción en los mercados secundarios. Por su parte, la llamada “disciplina de mercado indirecta” (*“indirect market discipline”*) implica un modelo correctivo, en que el organismo supervisor debe tomar en cuenta las señales del mercado, sobre todo si estima que éstas arrojan datos sobre las actividades de riesgo emprendidas por las entidades controladas, a efectos de dar curso a una investigación más exhaustiva de la situación.

A estos modelos se les concede la virtud de aliviar la función interpretativa de las complejas operaciones emprendidas por los bancos, como también de alterar la carga de la prueba sobre el riesgo implícito en tales transacciones. En breves palabras, en un mercado eficiente e informado, el precio de los títulos ofrece la confianza suficiente de que la decisión de compra por parte de los operadores se ha basado en los niveles de riesgo reales de la entidad bancaria⁶²³. Así, no es la entidad reguladora la que debe comprobar lo inadecuado de la actividad emprendida, sino el propio banco supervisado quien debe dar cuenta de los fallos del mercado que llevaron a su incorrecta comprensión⁶²⁴.

Evidentemente, un sistema de “disciplina del mercado” no puede erradicar los demás mecanismos oficiales de control, sino sólo funcionar como una herramienta adicional. Ello tanto por los problemas relacionados a la calidad de la información recibida por el mercado, como por el hecho que las reacciones de éste pueden estar influenciadas por factores diferentes al riesgo de la operación del banco. HANCOCK y KWAST dan cuenta que los márgenes obtenidos en la emisión o transacción secundaria de los valores subordinados no son solamente indicativos del riesgo aceptado por la entidad bancaria⁶²⁵. Las entidades reguladoras deben tener en cuenta ciertos elementos adicionales, como son las condiciones financieras propias del título subordinado, la liquidez del instrumento, el hecho de que el premio por riesgo también puede referirse a la existencia de un riesgo sistémico, entre otros.

⁶²³ Reint GROPP, Jukka VESALA y Giuseppe VULPES (2002): “Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility”, *Working Paper No. 150*, European Central Bank, junio, p. 306.

⁶²⁴ AA.VV. (1999): *Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline*, Staff Study No. 172, Study Group on Subordinated Notes and Debentures, Federal Reserve System. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/172/ss172.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010), p. 2.

⁶²⁵ Diane HANCOCK y Myron KWAST: *Using subordinated debt to monitor bank holding companies: is it feasible?*, Department of Commerce, Federal Reserve, p.2. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200122/200122abs.html> (consultada el 20 de junio de 2010).

Pero una vez establecidos los filtros necesarios para la comprensión de los datos por parte del organismo regulador, corresponde desentrañar las diferentes señales otorgadas por los títulos emitidos por la entidad bancaria. A grandes rasgos, y para efectos de no desviar la atención de la materia principal de este trabajo, podemos señalar que la información conferida por el precio de transacción de los bonos subordinados puede ser más precisa que aquella entregada por el precio de las acciones en el mercado secundario. Lo anterior, por una simple cuestión de riesgo moral: el accionista se beneficia de los resultados de las actividades riesgosas emprendidas por el banco, en tanto el mayor riesgo supone una mayor retribución, y, en consecuencia, un mejor dividendo. De esta manera, si bien el riesgo de insolvencia afecta la situación de los socios (que serán pagados únicamente si se logra cubrir el importe de la deuda de todos y cada uno de los acreedores), dicha consideración se morigera por la avidez de la mayor retribución. Por ello, las señales de riesgo otorgadas por el precio de las acciones sólo serán realmente eficientes cuando el riesgo de insolvencia sea muy pronunciado⁶²⁶. Al contrario, los tenedores de obligaciones subordinadas no se benefician de las actividades de riesgo emprendidas por el banco emisor, de modo que el riesgo de insolvencia resulta en un factor preponderante en la valorización del título. Ello porque, dado su carácter subordinado, el acreedor conoce que en caso de concurso su posibilidad de pago se verá ciertamente desmejorada.

Respecto a la importancia que tiene la emisión de obligaciones subordinadas (especialmente por parte de las entidades crediticias), seguiremos el modelo expuesto por SIRONI, quien explica las cuatro razones más relevantes por las cuales los reguladores bancarios han puesto mayor atención a esta clase de endeudamiento, favoreciendo su utilización e instando por una mayor regulación⁶²⁷: (i) un mayor grado de “disciplina de mercado”, por las razones de riesgo moral que limitan la sensibilidad de las acciones ante las actividades riesgosas⁶²⁸; (ii) una mayor sensibilidad del título, considerando que las transacciones efectuadas por las entidades crediticias se han hecho tan complejas que puede resultar difícil para la entidad reguladora calificar el riesgo asociado a la operación⁶²⁹; (iii) el interés de parte de los inversores (adquirentes

⁶²⁶ GROPP / VERSALA / VULPES, 2002, p. 307.

⁶²⁷ Vid. Andrea SIRONI: *An Analysis of European Banks SND Issues and its Implications for the Design of a Mandatory Subordinated Debt Policy*, US Department of Commerce, Federal Reserve. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200041/200041abs.html>, p. 3 (consultada el 20 de junio de 2010).

⁶²⁸ AA.VV. (1999): *Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline*, Staff Study No. 172, Study Group on Subordinated Notes and Debentures, Federal Reserve System. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/172/ss172.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010), p. 3.

⁶²⁹ Andrea SIRONI: *Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues*, US Department of Commerce, Federal Reserve Board. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200040/200040abs.html>, p. 2 (consultada el 20 de junio de 2010).

de deuda subordinada) en que el sector bancario revele la mayor y más oportuna información posible sobre su cartera de inversión; y (iv) la estabilidad de los títulos subordinados que, por razones regulatorias, no admiten vencimientos ni rescates anticipados, de modo que los bancos conocen de antemano que no podrán liberarse de los títulos previamente adquiridos, ni aún en tiempos de crisis.

Pero una vez constatada la utilidad de la “disciplina de mercado” y el eficiente papel que cumplen en ella las obligaciones subordinadas, la doctrina económica aún debe determinar la tipología específica de las financiaciones subordinadas, de modo que tengan la mayor sensibilidad posible. Así, el *Shadow Financial Regulatory Committee* había originalmente recomendado la emisión de obligaciones que sólo pudiesen ser adquiridas por inversores institucionales (dado su mayor nivel de sofisticación, y, por tanto, de sensibilidad), por cupones superiores a cien mil dólares, y que sumasen al menos el dos por ciento de los activos del banco⁶³⁰. El Comité de Basilea ha estudiado a fondo esta materia, otorgando detalles sobre los diversos modelos de emisión de instrumentos subordinados propuestos a estos fines⁶³¹.

b. Modelos comunitarios:

La unidad del mercado europeo también pasa por la actividad financiera. Así, se prevé la unificación de los criterios para la creación y actividad de las entidades de crédito de manera de fomentar su competencia y no perjudicarles en razón de exigencias más onerosas que en otros países comunitarios. Esta preocupación se manifiesta primeramente en la Directiva 77/780/CEE, de 12 de diciembre de 1977, dirigida a la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas referentes al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio⁶³².

Respecto al tema que nos interesa, el artículo 3 de la citada Directiva dispuso que las entidades de crédito debían obtener una autorización estatal para el ejercicio de sus actividades, sujetándose, entre otros, al requisito de contar con un mínimo suficiente de fondos propios y permitiendo, en su artículo 8.d), la cancelación de dicha autorización de existencia si la entidad dejase de contar con tales recursos mínimos. Pero, a pesar de este intento unificador, esta Directiva no señala la fórmula de cálculo de los fondos propios mínimos, a la vez que les define como “*el capital propio de la*

⁶³⁰ SAPPIDEEM, *J. Bus. L.* (2004), p. 80.

⁶³¹ Para una noticia sobre los detalles de las propuestas económicas respecto a los tipos de deuda subordinada a emitirse, puede consultarse: AA.VV. (2003): *Working Paper No. 12: Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries*, Basel Committee on Banking Supervision, agosto, pp. 10 – 11, documento disponible en: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp12.pdf?noframes=1 (consultada el 20 de junio de 2010).

⁶³² El texto de la citada directiva se encuentra disponible en http://www.boe.es/aeboe/consultas/bases_datos/doc.php?coleccion=iberlex&id=1977/80313 (consultada el 20 de junio de 2010).

entidad de crédito, comprendiendo los elementos que le son asimilables en virtud de las reglamentaciones nacionales” (artículo 1). Pero este punto no es de criticar sin detenerse que el propio considerando tercero señalaba que “no siempre es posible crear mediante una sola directiva las condiciones reglamentarias requeridas para un mercado común de las entidades de crédito; que es preciso por tanto proceder en etapas sucesivas...”

En razón de lo anterior, la constitución de los fondos propios de las entidades de crédito fue motivo para la promulgación de la Directiva 89/299/CEE, de 17 de abril de 1989, la cual consideraba que los recursos de las entidades de crédito podían servir para absorber las pérdidas no cubiertas por un volumen suficiente de beneficios y que constituyen, además, un criterio importante para que las autoridades competentes evalúen la solvencia de las entidades de crédito⁶³³. La inspiración de esta normativa en Basilea I es evidente, si bien su propósito particular es la armonización de los diversos sistemas europeos⁶³⁴. Por ello, no tenían el carácter de una mera recomendación, sino que eran de recepción obligatoria para todos los Estados miembros⁶³⁵. Sin embargo, no debe pensarse que la idea del fortalecimiento de los recursos propios de las entidades de crédito ni el reconocimiento de las financiaciones subordinadas a tales efectos fueron introducidos por la señalada directiva. Al contrario, existían multitud de regulaciones en el viejo continente, siendo necesario – a efectos de consolidar un mercado unitario – el establecimiento de un criterio común.

Pero esta finalidad sólo es parcialmente lograda. En efecto, el considerando quinto señala que la *“definición enunciada en la presente Directiva contiene un máximo de elementos y cantidades limitativas, dejándose al poder discrecional de los Estados miembros la utilización de la totalidad o de una parte de dichos elementos y la fijación de límites inferiores a dichas cantidades limitativas”*. Aún así, el artículo 2.2 da cuenta del interés en la armonización, disponiendo que *“No obstante, éstos deberán contemplar el logro de una mayor convergencia con vistas a una definición común de los fondos propios”*. Se propone seguir una distinción cercana a la de Basilea I, clasificando los recursos en *“fondos propios de base”* y *“fondos propios complementarios”*. Entre estos últimos, y a los

⁶³³ La referida directiva fue derogada por la Directiva 2000/12/CEE, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, cuyos artículos 35.2 y 36.3 mantuvieron la regulación existente sobre financiaciones subordinadas, sin introducir en ella cambios sustanciales. A su vez, la señalada normativa fue derogada por la Directiva 2006/48/CE, la que se analizará en extenso a continuación, aún cuando el régimen de los préstamos subordinados no fue especialmente alterado a este respecto.

⁶³⁴ A juicio de FERNÁNDEZ DEL POZO, 2005, pp. 35 y 36, la incorporación del “sistema de Basilea” en el Derecho comunitario se produce en tres áreas: (i) la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de riesgo; (ii) el establecimiento de un coeficiente de solvencia de las entidades de crédito; y (iii) la supervisión de conglomerados financieros formados por entidades de crédito, empresas de seguro y empresas de inversión.

⁶³⁵ BORRONI, 2006, pp. 60 y 61.

efectos que nos interesan, se reconocen las “financiaciones perpetuas” y los “préstamos subordinados”.

El cómputo de los títulos de duración indeterminada estaba sujeto a ciertos requisitos, destacando que *“los créditos del acreedor contra la entidad de crédito deban estar subordinados en su totalidad a los de todos los acreedores no subordinados”* (artículo 3.2). Otras características exigidas fueron: (i) que no pudiesen ser reembolsados a petición del portador o sin el acuerdo previo de la autoridad de vigilancia; (ii) que el contrato de emisión concediese a la entidad de crédito la posibilidad de diferir el pago de los intereses de la deuda; (iii) que los documentos que regulasen la emisión de los títulos estableciesen que la deuda y los intereses no pagados pudiesen absorber pérdidas, dejando a la entidad de crédito la posibilidad de seguir operando; y (iv) que únicamente se tuviesen en cuenta los importes efectivamente pagados.

Por su parte, el artículo 4.3 reconocía a los préstamos subordinados como parte de los recursos mínimos, siempre que se sujetaren a las siguientes características: (i) que existiesen acuerdos vinculantes con arreglo a los cuales, en caso de quiebra o de liquidación de la entidad de crédito, tales préstamos ocupasen un rango inferior a los créditos de todos los demás acreedores y no se reembolsasen hasta que se hubiesen pagado todas las demás deudas vigentes en ese momento; (ii) que únicamente se tuviesen en cuenta los fondos efectivamente desembolsados; (iii) que dichos fondos tuviesen un vencimiento inicial de al menos cinco años o que, no teniendo fijada una fecha de vencimiento, tuviesen estipulado un preaviso de cinco años para su rescate, salvo en el caso de que hubiesen dejado de considerarse fondos propios o si se exigiese formalmente la autorización previa de las autoridades competentes para su reembolso anticipado; (iv) que la cuantía hasta la cual pudiesen considerarse fondos propios fuese objeto de una reducción gradual durante al menos los cinco años anteriores a la fecha de vencimiento; y (v) que el contrato de préstamo no incluyese cláusulas que estipulasen que, en determinadas circunstancias distintas de la liquidación de la entidad de crédito, la deuda debiese reembolsarse antes de la fecha de vencimiento acordada.

La Directiva 89/647/CEE, de 18 de diciembre de 1989, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, complementa la anterior, dando cuenta que el establecimiento de tal coeficiente (de un ocho por ciento) desempeña un papel fundamental en la supervisión de las entidades de crédito. Así, su artículo 3.1 dispone que *“El coeficiente de solvencia contemplado en los apartados 2 a 7 expresa la proporción existente entre los fondos propios definidos en el artículo 4 y los activos y cuentas de orden con riesgo ponderado con arreglo al artículo 5.”* Por supuesto, la definición de los fondos propios, que constituye el numerador de la proporción, hace referencia a la Directiva 89/299/CEE, que ya hemos estudiado.

Por su parte, la Directiva 93/6/CEE, de 15 de marzo de 1993, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, anticipándose a las modificaciones a Basilea I de 1996, incluyó un tercer tramo de recursos propios como

forma de paliar el riesgo de mercado de las entidades de crédito. Este tramo estaba compuesto principalmente por préstamos subordinados que cumplieren con las siguientes características: (i) que tuviesen una duración inicial de al menos dos años; (ii) que hubiesen sido plenamente desembolsados; (iii) que el contrato de préstamo no contuviese cláusulas que establecieren que, en determinadas circunstancias, salvo en el caso de liquidación de la entidad, la deuda pudiese ser amortizada antes de la fecha de amortización convenida, a no ser que las autoridades competentes así lo autorizasen; y (iv) que su principal e intereses no pudiesen ser pagados si producto de tal desembolso los fondos propios de la entidad se situasen por debajo del cien por ciento de las necesidades globales de capital de la entidad.

Ya a inicios del presente siglo, Europa sintió la necesidad de adecuar todo el sistema en vigor en relación con la conformación de los recursos propios de las entidades de créditos, habida cuenta – especialmente – la diversificación de los riesgos que afectan este mercado. La Directiva 2000/12/CE, de 20 de marzo de 2000, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, deroga las anteriores disposiciones estableciendo un sistema menos discrecional para los Estados miembros⁶³⁶. No se modifican, en términos generales, las exigencias de las financiaciones perpetuas (artículo 35.2) y de los préstamos subordinados (artículo 36.3), pero sí se da cuenta *“que los criterios empleados para determinar la composición de los fondos propios no deben quedar únicamente en la apreciación de los Estados miembros. La adopción de normas de base comunes será altamente beneficiosa para la Comunidad, al evitar distorsiones de la competencia y al fortalecer simultáneamente el sistema bancario de la Comunidad...”* (considerando trigésimo cuarto).

No nos hemos referido en extenso a tales regulaciones, por cuanto hemos preferido hacerlo a la luz de lo dispuesto en la norma comunitaria en vigor. Así, la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, adecúa la normativa a los avances ya planteados por Basilea II, tratando de los préstamos subordinados del modo que resumimos a continuación. Pero considérese que aún cuando se pretende lograr una mayor armonización, eliminando de sus considerandos las referencias a la discrecionalidad de los Estados miembros para la determinación de los elementos que componen los fondos propios, cabe tener en cuenta que el artículo 61 dispone que *“El concepto de fondos propios definido en las letras a) a h) del artículo 57 incluirá un máximo de elementos y de*

⁶³⁶ Objetivo que, nuevamente, no es logrado en tanto su considerando 35º señala expresamente que *“La definición de “fondos propios” enunciada en la presente Directiva contiene un máximo de elementos y de cantidades limitativas, dejándose al poder discrecional de los Estados miembros la utilización de la totalidad o de una parte de dichos elementos y la fijación de límites inferiores a dichas cantidades limitativas.”* Por ello, BORRONI, 2006, p. 68, concluye que la verdadera novedad de la Directiva 2000/12/CE fue el establecimiento de un modelo de adecuación de capital en base consolidada, sistema perfeccionado mediante la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero.

cantidades. La utilización de dichos elementos o el establecimiento de límites inferiores, así como la deducción de otros elementos distintos de los enumerados en las letras i) a r) del artículo 57, se dejarán a la discreción de los Estados miembros.”

El artículo 57 de la citada directiva dispone que los fondos propios de las entidades de crédito están compuestos, entre otros, por “*f) los demás elementos, a efectos del artículo 63*” (que incluye la posibilidad de emisión de deuda perpetua y subordinada) y por “*h) ... los préstamos subordinados mencionados en el apartado tres del artículo 64*”. En consecuencia, debemos detenernos en uno y otro supuesto.

En primer lugar, el artículo 63.2 admite que los Estados miembros acojan como recurso complementario las “financiaciones perpetuas”. La configuración específica de este instrumento, aunque subordinado, ha llevado a PORTALE a señalar que se trata de una figura autónoma, proponiendo un estudio separado⁶³⁷. No creemos que deba llegarse a este extremo: la cláusula de subordinación es la que permite su acercamiento a los recursos propios, mientras el carácter irredimible beneficia la estabilidad del instrumento de forma tal de aprovechar de mejor modo tal asimilación⁶³⁸.

Así, sus requisitos generales son: *(i)* que no pueden ser rembolsados a petición del portador o sin el acuerdo previo de la autoridad competente; *(ii)* que el contrato de emisión conceda a la entidad de crédito la posibilidad de diferir el pago de los intereses de la deuda⁶³⁹; *(iii)* que los créditos del acreedor contra la entidad de crédito estén subordinados en su totalidad a los de todos los acreedores no subordinados; *(iv)* que los documentos que regulen la emisión de los títulos establezcan que la deuda y los intereses no pagados puedan absorber pérdidas, dejando a la entidad de crédito la posibilidad de seguir operando⁶⁴⁰; y *(v)* que únicamente se tengan en cuenta los importes efectivamente pagados, cuestión evidente, por cuanto, si aún no han sido desembolsados, los montos no podrán ser contabilizados a efectos de cumplir el objetivo de los recursos propios: la absorción de pérdidas. Explicaremos estos elementos con mayor profundidad al estudiar el modelo español, que replica íntegramente este sistema.

⁶³⁷ PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p.2.

⁶³⁸ FERNÁNDEZ DEL POZO, 2005, p. 33.

⁶³⁹ La Directiva no señala la oportunidad en que la entidad de crédito puede ejercer esta facultad, aunque – por tradición y en atención a la lógica financiera del instrumento – debe tener lugar cuando se presente un escenario de pérdidas (PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p.15).

⁶⁴⁰ Frase ésta que parece no ser lo suficientemente clara en cuanto a lo que realmente quiere exigir. PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p.16, haciendo referencia al antecedente de Basilea I, concluye que se refiere a su posibilidad de absorber pérdidas sin que sea necesario recurrir a algún procedimiento de liquidación.

Los préstamos subordinados son tratados en el artículo 64.3 de la citada Directiva⁶⁴¹. Así, se exigen las siguientes características para efectos de su cómputo: (i) únicamente deben tenerse en cuenta los fondos efectivamente desembolsados; (ii) deben tener un vencimiento inicial de al menos cinco años, pero, de no haber sido fijada la fecha de vencimiento de la deuda, los créditos afectados sólo serán reembolsables con un preaviso de cinco años, salvo en el caso de que hayan dejado de considerarse fondos propios o si se exigiere formalmente la autorización previa de las autoridades competentes para su reembolso anticipado; (iii) que la cuantía hasta la cual puedan considerarse fondos propios fuese objeto de una reducción gradual durante al menos los cinco años anteriores a la fecha de vencimiento ⁶⁴²; y (iv) el contrato de préstamo no debe incluir cláusulas que estipulen que, en determinadas circunstancias distintas de la liquidación de la entidad de crédito, la deuda deba reembolsarse antes de la fecha de vencimiento acordada.

Sin embargo, debemos detenernos en un requisito no cubierto especialmente por el modelo español: la exigencia de acuerdos vinculantes con arreglo a los cuales, en caso de quiebra o de liquidación de la entidad de crédito, tales préstamos ocupen un rango inferior a los créditos de todos los demás acreedores y no se reembolsen hasta que se hayan pagado todas las demás deudas vigentes en ese momento. De lo anterior, destacamos que la normativa comunitaria no sólo exige que se trate de una “subordinación general”, sino que tal posposición conste en un acuerdo que sea plenamente reconocido por el ordenamiento jurídico. Esta cuestión tiene importancia en todos aquellos sistemas en que la certeza jurídica de la validez de la subordinación se encuentra reducida a raíz de la falta de reconocimiento legal expreso, como ocurre en el artículo 92.2 LC, haciendo inútil esta mención en el modelo español.

Finalmente, los préstamos subordinados - al igual que las financiaciones perpetuas - están sujetos a la idea de complementariedad. Ello porque los recursos obtenidos en razón de los mismos no son contabilizados de igual manera que el capital y las reservas de la entidad de crédito, sino que sujetos a ciertos límites genéricos señalados en el artículo 66 de la citada Directiva. No puede ser de otro modo dado que, aún cuando se establezcan cláusulas limitativas a su rescate anticipado o se estructuren

⁶⁴¹ La referencia a los “préstamos subordinados” empleada por la Directiva no debe entenderse limitativo a una fórmula de endeudamiento en particular. Al contrario, creemos que debe hacer referencia a cualquier mecanismo que suponga la entrega de fondos por parte de terceros que no implique una aportación por vía asociativa. Supone lo anterior una cierta neutralidad ante la clase de instrumento, cuestión que supera la idea de la emisión de deuda únicamente mediante la fórmula de obligaciones subordinadas.

⁶⁴² La Directiva no señala cómo debe procederse a dicha reducción en términos numéricos, sino sólo que debe efectuarse al menos los cinco años anteriores al vencimiento. Ha de suponerse una reducción proporcionalmente idéntica por los números de años faltantes, que, siendo generalmente de cinco años, supone entonces una reducción de veinte por ciento anual.

como deuda perpetua, la financiación subordinada sigue siendo deuda, y, como tal, está destinada a su extinción⁶⁴³.

Se trata, por cierto, de límites genéricos, en el sentido de que no solamente incluyen a los préstamos subordinados, sino que se aplican a la suma de otros instrumentos que, conforme al artículo 57 de la Directiva, son considerados como recursos complementarios. Pero sí cabe llamar la atención sobre que las financiaciones perpetuas son sólo objeto de la limitación genérica a todos los recursos propios complementarios, mientras que las financiaciones subordinadas propiamente tales además son objeto de una limitación específica del cincuenta por ciento del capital básico. Ello, siguiendo los criterios expuestos en Basilea I, se deba a la mayor semejanza de las financiaciones perpetuas al concepto económico del capital, especialmente por su estabilidad y posibilidad de absorción de pérdidas aún fuera de los supuestos de liquidación.

Por su parte, la citada Directiva 2006/49/CE establece ciertas excepciones respecto al cómputo de los fondos propios de las entidades de inversión y entidades de crédito. Sobre el particular, el artículo 13.2 dispone que las autoridades competentes podrán permitir que las entidades que estén obligadas a cumplir las exigencias de capital calculadas con arreglo a los artículos 21 y 28 a 32 y los anexos I, y III a VI se acojan a una definición alternativa de fondos propios solamente para el cumplimiento de dichas exigencias. Así, mientras el artículo 21 se refiere a las necesidades de fondos propios de las entidades de inversión - que deben ser un equivalente de la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente -, los artículos 28 y 32 se relacionan con mecanismos especiales para la supervisión de las grandes exposiciones de las entidades haciendo excepción a los criterios generales establecidos en los artículos 106 y siguientes de la Directiva 2006/48/CE.

De este modo, se permite que, para efectos de los cálculos antes indicados, tales fondos propios estén integrados por una deuda subordinada especial, sujeta a los requisitos establecidos por el artículo 13.3 de la misma Directiva. Como veremos, renace en este punto la idea del tercer tramo ("*tier 3*") impuesta por la Directiva 93/6/CEE y las modificaciones a Basilea I de 1996. Para estos efectos, la financiación subordinada deberá cumplir con los siguientes requisitos: (i) tener una duración inicial de al menos dos años; (ii) haber sido plenamente desembolsada; (iii) carecer de cláusulas que establezcan que, en determinadas circunstancias, salvo en el caso de liquidación de la entidad, la deuda pueda ser amortizada antes de la fecha de amortización convenida, a no ser que las autoridades competentes así lo autoricen; (iv) que ni el principal ni los intereses de esta deuda subordinada podrán ser pagados si con tal desembolso los fondos propios de la entidad se situasen por debajo del cien por ciento de las exigencias globales de capital de esa entidad; y (v) que las entidades

⁶⁴³ Francesco CESARINI (1983): "Aspetti funzionali e di mercato degli strumenti di ricapitalizzazione delle banche", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, p. 63.

supervisadas deberán notificar a las autoridades competentes todas las amortizaciones de dichos préstamos subordinados, si con motivo de tales amortizaciones, los fondos propios de la entidad se situasen por debajo del ciento veinte por ciento de las exigencias globales de capital de la entidad.

Finalmente, en cuanto a un límite general, el artículo 13.4 dispone que en ningún caso la deuda subordinada podrá superar el ciento cincuenta por ciento de los fondos propios básicos destinados a cubrir las exigencias calculadas con arreglo a los artículos 21 y 28 a 32 y en los anexos I a VI, y únicamente podrá aproximarse a dicho importe en aquellas circunstancias específicas que las autoridades competentes consideren aceptables.

c. Modelo español:

(i) Evolución normativa en el tratamiento de los recursos propios y, en especial, de la financiación subordinada:

Previo a los modelos internacionales y europeos, España ya conocía de los beneficios de incluir las financiaciones subordinadas en el marco de los recursos propios de los intermediarios financieros⁶⁴⁴. Este sistema primitivo no daba cuenta de la composición de los recursos propios para verificar la solvencia de las entidades financieras, y de ahí que no se fijase un “coeficiente de solvencia”. Su finalidad era la determinación de los fondos mínimos necesarios para la operatividad de esta clase de entidades.

El artículo 7.1 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, disponía que “*A los efectos del presente título, así como para la determinación de la capacidad de creación de oficinas y de los límites a la asunción de riesgos con una persona o grupo, los recursos propios de las entidades de depósito estarán formados por: ... e) las financiaciones*

⁶⁴⁴ El artículo 47.1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, dispuso que, con el fin de garantizar la liquidez y solvencia de las entidades de crédito, en aras del mejor desarrollo de la política monetaria y de la función que aquellas están llamadas a desempeñar en la economía nacional, se facultaba al Gobierno para extender a todas las entidades de crédito enumeradas en el artículo 2 del RDLeg 1298/1986, de 28 de Junio, los Títulos Primero y Segundo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, antes citada. Téngase en cuenta que la remisión efectuada al artículo 2 del RDLeg 1298/1986, de 28 de junio, debe entenderse realizada al artículo 1 del mismo, el que incluye a: (1) toda empresa que tenga como actividad típica y habitual recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza; (2) toda empresa o cualquier otra persona jurídica, distinta de la recogida en el párrafo a) anterior que emita medios de pago en forma de dinero electrónico; y (3) se conceptúan entidades de crédito: (a) el Instituto de Crédito Oficial; (b) los bancos; (c) las cajas de ahorros y la Confederación Española de Cajas de Ahorros; (d) las cooperativas de crédito; (e) los establecimientos financieros de crédito; y (f) las entidades de dinero electrónico.

recibidas por la entidad que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes, siempre que el plazo original de dichas financiaciones no sea inferior a cinco años, y el plazo remanente hasta su vencimiento no sea inferior a un año. Estas financiaciones subordinadas serán computables hasta la cuantía que en cada caso autorice el Banco de España”⁶⁴⁵.

La regulación de las financiaciones subordinadas era aún bastante simple: se establecían los requisitos de subordinación y estabilidad y se daba cuenta de su carácter complementario, dejando en manos del Banco de España la delimitación de la cuantía que sería computable como recursos propios. No se nos escapa la oportunidad para llamar la atención que el ordenamiento español hiciera referencia al efecto que es propio a los negocios de subordinación, mediante la siguiente fórmula: *“que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de los acreedores comunes de la entidad”*. La precisión de su ámbito de aplicación, que desaparecerá en las leyes siguientes y sólo se mantendrá a nivel reglamentario, se justificaba en la novedad de la figura. No bastaba nominar las *“financiaciones subordinadas”*, sino que era necesario describir la consecuencia degradatoria.

Pero este sistema inicial debió ser complementado por el RD 1370/1985, de 1 de agosto, sobre recursos propios de las entidades de depósito, que desarrollaba el Título II de la Ley 13/1985. A este respecto, se ampliaron los requisitos específicos de las financiaciones subordinadas del modo que sigue: *“las financiaciones subordinadas, que define la letra e) del artículo 7 de la Ley 13/1985, no podrán contener cláusulas de rescate, reembolso y amortización anticipada ejecutables a voluntad del deudor; si contuvieran cláusulas de esa naturaleza ejecutables a voluntad de los acreedores, los plazos de cinco y un años que menciona el citado texto se referirán a la fecha en que dichas cláusulas pueden ser ejecutadas. Esas financiaciones no podrán ser aportadas, o adquiridas posteriormente, por la propia entidad, por entidades del grupo consolidado o por otras entidades o personas con financiación de la entidad emisora o del grupo consolidado. No obstante, podrán ser convertibles en acciones o participaciones de la entidad emisora, o de entidades del grupo consolidado y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión. Podrán denominarse tanto en pesetas como en moneda extranjera. En los contratos y en los folletos de emisión quedara patente la condición de financiación subordinada para los acreedores. El Banco de España podrá limitar la cuantía de las financiaciones subordinadas susceptibles de computo como recursos propios hasta un porcentaje de los restantes recursos propios, que se establecerá en cada caso atendiendo a la vida eficaz de la financiación subordinada, sus condiciones de remuneración y las posibilidades de la entidad de obtener otros recursos propios. El conjunto de las financiaciones subordinadas no será superior en ningún caso al 30 por 100 de los restantes recursos propios, salvo por reducción sobrevenida de los restantes recursos propios.”*

⁶⁴⁵ Sobre el particular, la misma Ley 13/1985 señalaba como novedad destacable la introducción de las figuras de las obligaciones subrogadas, préstamos participativos o similares. Así, agrega, *“Sin perjuicio de su uso por otras Entidades, esta figura puede ser muy útil en el saneamiento de aquellas que por su naturaleza jurídica no permiten emitir capital – Cajas de Ahorro- o experimentarían dificultades y limitaciones para hacerlo – Cooperativas de Crédito.”*

La señalada norma reglamentaria, junto con desarrollar los aspectos de estabilidad y complementariedad antes indicados, agregó muchos otros elementos configuratorios del régimen de las financiaciones subordinadas a efectos de su cómputo como recursos propios. A este respecto destacamos: (i) el requisito de ajenidad, en el sentido que las mismas no pueden ser adquiridas por la propia entidad ni por personas a ella relacionadas, en cuanto una situación como la anterior implicaría un abultamiento artificial de los fondos propios; y (ii) la necesidad de publicidad, en el sentido de exigir que los contratos y folletos de emisión contengan referencia expresa al carácter subordinado de la financiación, norma especialmente protectora de los intereses de los adquirentes de los títulos.

La Ley 13/1992, de 1 de junio, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, modificó el Título II de la Ley 13/1985, que contenía los artículos 6 y 7 antes citados. Como señala su propia exposición de motivos, sus principales objetivos eran ampliar el principio de suficiencia de recursos propios de las entidades de crédito introducida por la legislación anterior a todos los grupos de entidades que ejercieran actividades de carácter financiero⁶⁴⁶; y adecuar las normas internas a las directivas comunitarias, especialmente la Directiva 89/299/CE, antes estudiada. Así, conforme al nuevo artículo 7, *“A los efectos del presente título, los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de las entidades de crédito comprenderán el capital social, el fondo fundacional, las reservas, los fondos y provisiones genéricos, los fondos de la obra benéfico-social de las cajas de ahorro y los de educación promoción de las cooperativas de crédito, las financiaciones subordinadas y las demás partidas, exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas.”*

Dado su carácter técnico, la Ley 13/1992 no contiene una regulación específica sobre esta materia, sino que se remite a normas de carácter reglamentario. Pero la principal novedad de la nueva regulación no se centra en una nueva conformación de los recursos propios, sino en la finalidad buscada en su determinación. Así, la delimitación de tales fondos pasa a tener relevancia para el cálculo del “coeficiente de solvencia” y para las limitaciones a las actividades de las entidades de crédito por razones de solvencia. A estos efectos, el artículo 6 originalmente disponía que los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito no integradas en un grupo consolidable de entidades de crédito, debían mantener en todo momento un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. El señalado coeficiente resultaría de la relación existente entre los recursos propios y la suma de los activos, las posiciones y las cuentas de orden sujetos a riesgo. Pero, como señala la exposición de motivos de la

⁶⁴⁶ Se estableció un nuevo régimen de consolidación y un sistema particular para otra clase de entidades, incluyendo, las sociedades y agencias de valores, sociedades rectoras de las bolsas de valores, servicio de compensación y liquidación, entidades de seguros, otras entidades financieras y grupos mixtos.

citada ley, dado que este coeficiente está directamente relacionado con la seguridad de las entidades de depósito, se encomendó al Banco de España, como entidad supervisora, la concreción técnica del nivel mínimo de recursos propios.

El nuevo régimen de los fondos propios de las entidades de crédito fue complementado por el RD 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992 (el "RD 1343/1992")⁶⁴⁷. Sobre el particular, se contiene un remozado régimen de las financiaciones subordinadas (artículo 22) y una referencia particular a las financiaciones de duración indeterminada (deuda perpetua). Éstas últimas, además de cumplir con las condiciones exigidas a las financiaciones subordinadas, debían establecer la posibilidad de diferimiento de intereses en el caso de pérdidas y de aplicación de la deuda y los intereses pendientes de pago a la absorción de pérdidas sin necesidad de proceder a la disolución de la sociedad⁶⁴⁸. Finalmente, el concepto de recursos propios de las entidades de crédito pasa a tener importancia – conforme a los criterios ya establecidos en las Directivas comunitarias - no sólo para la determinación del coeficiente de solvencia, sino también para la determinación de los riesgos ligados a la cartera de valores de negociación (artículo 27), a los riesgos de tipo de cambio (artículo 28) y a los límites a los grandes riesgos (artículo 30).

Respecto a las financiaciones subordinadas (normales o perpetuas), los requisitos previstos en el artículo 22 del mismo RD 1343/1992 se refieren nuevamente a cuestiones de estabilidad, publicidad y ajenidad, aclarando ciertos vacíos de que daba cuenta la reglamentación anterior. Así, por ejemplo, se desarrolla con mayor detenimiento el requisito de estabilidad, a fin de limitar el plazo de preaviso de retirada a cinco años, de reducir porcentualmente el cómputo de las financiaciones durante los últimos cinco años de vigencia a razón de un veinte por ciento anual, y de prohibir las cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, salvo que fueren autorizadas por el Banco de España por no afectar la solvencia de la entidad.

Conforme al régimen inicial contenido en el RD 1343/1992, se exigía adicionalmente que, en caso de pérdidas, los intereses fueran diferidos. Este requisito fue eliminado por el RD 538/1994, de 25 de marzo, por el que se modifica parcialmente el RD 1343/1992, de 6 de noviembre, en materia de cómputo de recursos propios de entidades financieras, dado que se trataba de una exigencia que no era establecida por las Directivas comunitarias ni había sido exigida por otros Estados miembros. De esta

⁶⁴⁷ Los criterios establecidos en el mencionado RD 1343/1992 son reiterados en la Orden de 29 de diciembre de 1992, aplicable a las sociedades y agencias de valores (caso en el cual las referencias a la vigilancia por parte del Banco de España son reemplazadas por el control a efectuarse por la Comisión del Mercado de Valores); y en la Circular 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España.

⁶⁴⁸ POVEDA, *Papeles de Economía Española* 44 (1990), p. 58 ya ofrecía una diferenciación entre los híbridos capital – deuda (caracterizados por ser deudas plenamente desembolsadas, no garantizadas, subordinadas y no rescatables) y la deuda subordinada propiamente tal. En la primera se exige adicionalmente la cobertura de pérdidas sin necesidad de que la entidad se encuentre en liquidación, debiendo diferirse el pago de capital e intereses cuando la rentabilidad del banco no permite su pago.

manera, y siguiendo el principio que las entidades financieras españolas no debían quedar sujetas a un régimen más oneroso que el de las entidades de otros Estados comunitarios, prefirió eliminarse, aunque se mantuvo en lo referente a las financiaciones de duración indeterminada.

Por su parte, el referido RD 1343/1992, contenía dos normas de interés adicional: *primero*; el artículo 23.1 señalaba a las financiaciones subordinadas como recursos propios de segunda categoría, de modo que su cómputo quedaba limitado en los términos del artículo 23.2. Así, no serían computables como recursos propios ni el exceso de las financiaciones subordinadas sobre el cincuenta por ciento de los recursos propios básicos de la entidad o grupo consolidable, ni el exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el cien por ciento de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable⁶⁴⁹. Ello, sin perjuicio de la posibilidad que el Banco de España permitiese, transitoria y excepcionalmente, el cómputo de los señalados excesos. Y, *luego*, conforme al artículo 25, el coeficiente de solvencia exigido por el artículo 6 de la Ley 13/1992 quedó fijado en un ocho por ciento.

Luego, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, modificó nuevamente el contenido del artículo 7 de la Ley 13/1985. Ello con el objeto de establecer el régimen de las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro y las participaciones preferentes, agregando estos instrumentos en el listado de los recursos propios⁶⁵⁰. Respecto a lo demás, se mantiene el sistema de enunciación general del resto de los instrumentos, dejando el detalle de las mismas a normas de menor jerarquía⁶⁵¹.

⁶⁴⁹ Para estos efectos cabe destacar que el concepto de “recursos propios básicos” estaba constituido por el capital social de las sociedades anónimas, los fondos fundacionales y las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro, el fondo social de la Confederación Española de Cajas de Ahorro y las cuotas participativas de asociación emitidas por ésta, las aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito y el fondo de dotación de las sucursales de entidades de crédito extranjeras; las reservas efectivas y expresas, incluyendo el fondo de reserva de cuotapartícipes de las Cajas de Ahorro y de su Confederación; y los fondos afectos al conjunto de la entidad, cuya dotación se haya realizado separadamente dentro de la cuenta de resultado o con cargo a beneficios siempre que su importe figure separadamente en el balance público. Por su parte los “recursos propios de segunda categoría” estaban constituidos por las reservas de regularización, actualización o revalorización de activos, los fondos de la obra benéfico-social de las Cajas de Ahorro, los de su Confederación, los de educación y promoción de las cooperativas de crédito; la parte del capital social correspondiente a acciones sin voto; las financiaciones subordinadas y las financiaciones de duración indeterminada.

⁶⁵⁰ Sobre los antecedentes y regulación de las cuotas participativas, *vid.* Alberto Javier TAPIA HERMIDA (2003): “Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro”, en AA.VV, *Comentarios a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (coord. Fernando Sánchez Calero y Juan Sánchez – Calero Guilarte), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, *passim*.

⁶⁵¹ A este respecto, la nueva redacción del artículo 7.1 pasa a disponer que: “A los efectos del presente Título, los recursos propios de las entidades de crédito y de los grupos consolidables de entidades de crédito comprenden: El capital social; El fondo fundacional; Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorros;

(ii) Regulación de los recursos propios en vigor y, en especial, de las financiaciones subordinadas

Una última etapa se inicia con la promulgación de la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985. Su propósito principal fue la actualización de toda la normativa vigente en relación a la solvencia de las entidades de crédito a fin de ajustar la normativa nacional a las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE y a los acuerdos de Basilea II.

En lo que respecta a las financiaciones subordinadas, si bien el artículo 7 de la Ley 13/1985 no fue modificado por la Ley 36/2007, si resultó completamente alterado el contenido de su artículo 6, que, aunque no se refiere directamente a ellas, si establece los parámetros generales para la disciplina de los fondos propios de las entidades de crédito. Sobre el particular, la citada norma ahora dispone que:

- “1. Los grupos consolidables de entidades de crédito, así como las entidades de crédito integradas o no en un grupo consolidable de entidades de crédito, deberán mantener en todo momento un volumen suficiente de recursos propios en relación con las inversiones realizadas y los riesgos asumidos. En especial, dispondrán en todo momento de fondos superiores o iguales a la suma de las siguientes exigencias de recursos propios mínimos: a) Respecto de todas sus actividades con excepción de las de cartera de negociación, las exigencias de recursos propios determinadas con arreglo al método de cálculo establecido reglamentariamente para el riesgo de crédito y el riesgo de dilución; b) Respecto de sus actividades de cartera de negociación, las exigencias de recursos propios determinadas con arreglo al método de cálculo establecido reglamentariamente para el riesgo de posición, el riesgo de liquidación y el riesgo de contraparte y, en la medida en que se autorice, para los grandes riesgos que superen los límites establecidos reglamentariamente; c) Respecto de todas sus actividades, las exigencias de recursos propios determinadas con arreglo al método de cálculo establecido reglamentariamente para el riesgo de tipo de cambio y el riesgo sobre materias primas; d) Respecto de todas sus actividades, las exigencias de recursos propios determinadas con arreglo al método de cálculo establecido reglamentariamente para el riesgo operacional.

2. Reglamentariamente se determinarán los métodos de cálculo de estas exigencias de recursos propios, la ponderación de las diferentes inversiones, operaciones o posiciones, los posibles recargos por el perfil de riesgos de la entidad y las técnicas admitidas para la reducción del riesgo de crédito.

Las reservas; Los fondos y provisiones genéricos; Los fondos de la Obra Benéfico-Social de las Cajas de Ahorros y los de educación y promoción de las Cooperativas de Créditos; Las participaciones preferentes; Las financiaciones subordinadas; Otras partidas exigibles o no, susceptibles de ser utilizadas en la cobertura de pérdidas.”

La utilización a esos fines de calificaciones externas de crédito requerirá que la empresa que las efectúe haya sido reconocida a tal efecto por el Banco de España, de acuerdo con los criterios que establezca para ello y valorando, en todo caso, la objetividad, independencia, transparencia y continua revisión de la metodología aplicada, así como la credibilidad y aceptación en el mercado de las calificaciones de crédito realizadas por dicha empresa. Será exigible la autorización del Banco de España, en las condiciones que éste determine, para utilizar a esos mismos fines las calificaciones internas de crédito o métodos internos de medición del riesgo operacional y del riesgo de mercado desarrollados por las propias entidades."

Conforme a lo señalado en la propia exposición de motivos de la citada ley, la propia rúbrica del título II de la Ley 13/1985 fue modificada a efectos de denominarle "*Recursos propios mínimos y limitaciones a la actividad de las entidades de crédito por razones de solvencia*", poniendo de manifiesto que el sistema de medición de solvencia de las entidades de crédito por medio de un mero coeficiente ha quedado largamente superado, reemplazando lo anterior con una serie de mecanismos mediante los cuales puedan determinarse los recursos propios mínimos exigidos para cada entidad. Luego, a diferencia de la legislación anterior, se ha preferido establecer los parámetros generales en sede legal, dejando a las normas de inferior jerarquía solamente el establecimiento de los métodos de cálculo específico para la medición de riesgo. La determinación de tales métodos queda entregada, en todo caso, al Banco de España, pudiendo incluir tanto la utilización de calificaciones externas por parte de empresas reconocidas por el órgano supervisor, como de los procedimientos internos de evaluación de la adecuación de capital. Ambos elementos son elaboraciones particulares de los avances establecidos en Basilea II y en las Directivas comunitarias de 2006, especialmente en lo que se refiere a la "disciplina de mercado" y a la gestión interna del riesgo.

En desarrollo de la citada normativa, se promulgó el RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (el "RD 216/2008"), que, derogando íntegramente el RD 1343/1992, ha tenido por finalidad principal el avance en la transposición de las Directivas comunitarias. Sin embargo, tal labor debía ser y fue complementada por el Banco de España en la Circular 3/2008, de 22 de mayo, a entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, a efectos de establecer las condiciones específicas de cómputo de los recursos propios para el cálculo de los requerimientos por riesgo de crédito y contraparte exigibles a las entidades de crédito matrices y filiales, en base individual o subconsolidada.

En lo que nos interesa, el estudio de las financiaciones subordinadas al amparo de la nueva reglamentación requiere del estudio conjunto del artículo 12.1 del RD 216/2008 y la letra j) de la Norma Octava de la Circular 3/2008 del Banco de España. De tal suerte, el término "financiación subordinada" pasa a ser un concepto genérico que

engloba tres sub-especies: la financiación subordinada “estándar”, la “de duración indeterminada” y la de “corto plazo”. Los puntos comunes en su régimen, conforme a la normativa del Banco de España, se encuentran, evidentemente, en la cláusula de subordinación – que les coloca, a efectos de prelación de créditos, detrás de todos los acreedores comunes-, pero también en los requisitos de publicidad, que debe hacer patente tal carácter en los contratos y folletos de emisión; en su estabilidad, en tanto no pueden contener cláusulas de vencimiento; y en su neutralidad, dado que pueden estar denominadas en cualquier moneda.

Destaca evidentemente el uso de la cláusula de subordinación como elemento integrante de la deuda perpetua, como también la admisión de una financiación subordinada a corto plazo que sigue los lineamientos de la Directiva 2006/49/CEE y de los acuerdos de Basilea II. Previo al estudio de los elementos que configuran la financiación subordinada en general, bien vale la pena detenerse en estos instrumentos particulares.

En primer lugar, las *financiaciones de duración indeterminada* (o instrumentos de deuda perpetua) se admiten en el catálogo de los recursos propios en tanto, conforme al literal i) del señalado Artículo 12.1, se construyan como financiaciones subordinadas. Así, la falta de una fecha de vencimiento sólo ameritaría el establecimiento de un régimen especial para proceder a su amortización, habida cuenta de la necesidad de la estabilidad del instrumento a efectos de poder ser computado como capital complementario. Curiosamente, este requisito no es desarrollado por el RD 216/2008, sino sólo por la Circular 3/2008 del Banco de España, con una restricción del siguiente tenor: *“No obstante, previa autorización del Banco de España, el emisor podrá proceder al reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de las financiaciones, si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad. En el caso de que se contemplen incentivos a la amortización anticipada, tales como subidas del tipo de interés aplicable en caso de no llevarse a cabo la amortización a opción del emisor, ésta no podrá ejercerse antes de transcurridos 10 años desde la fecha de emisión, y el Banco de España, en el marco del proceso de verificación a que se refiere el apartado 6 siguiente, podrá considerar la fecha de aplicación del incentivo como la relevante a efectos de determinar la duración efectiva del instrumento. En el caso de que el instrumento prevea incentivos a la amortización que consistan en subidas del tipo de interés aplicable, se considerará la fecha de aplicación del incentivo como la de duración efectiva del instrumento cuando el incremento del tipo de interés supere el máximo que haya fijado la Comisión Ejecutiva del Banco de España, que será hecho público. En tanto no se dicte tal resolución, el máximo será de 150 puntos básicos.”*

Al respecto, cabe hacer ciertas precisiones: *primero*, la necesidad de preaviso de cinco años para la amortización del instrumento nace de la coincidencia con el plazo mínimo de las financiaciones subordinadas estándar; *luego*, que existe también coincidencia con el régimen general en términos que la amortización anticipada requiere de la autorización del Banco de España y la no afectación de la solvencia de la entidad; y, *finalmente*, que el régimen de las cláusulas de “*step – up*” (o de incremento de tasas como incentivo a la amortización anticipada) es bastante más exigente que el

que corresponde a las financiaciones estándar, principalmente si se considera que tal posibilidad sólo existirá pasados diez años desde la fecha de emisión.

Pero hay otros elementos empleados para la configuración del estatuto aplicable a las financiaciones subordinadas de duración indeterminada que, más que ajustarse a una real necesidad de adecuación a los fondos propios, resultan de la intensificación de sus elementos para una mayor similitud al capital base. De este modo, el RD 216/2008 exige, *por una parte*, la posibilidad de diferimiento de intereses y, *por la otra*, la posibilidad de aplicación de la deuda y los intereses pendientes de pago a la absorción de pérdidas sin necesidad de proceder a la disolución de la entidad.

Respecto al primer elemento, la Circular 3/2008 admite que tal posibilidad se transforme en una obligación de diferir los intereses, a opción del emisor, y que tendrá lugar tanto en el caso de pérdidas al cierre del ejercicio inmediatamente anterior al del pago como en el caso de que la entidad presente, durante más de un trimestre consecutivo, un déficit en el cumplimiento de sus requerimientos de recursos propios superior al veinte por ciento. El diferimiento de los intereses no significa, sin embargo, su pérdida sino sólo su retraso para cuando “mejore la fortuna” del emisor, en tanto podrán pagarse cuando haya beneficios suficientes, cuando se elimine el déficit del veinte por ciento antes citado, cuando se pague un dividendo, en caso de amortización anticipada de la emisión y cuando se disuelva el emisor.

Respecto a la posibilidad de que la deuda e intereses pendientes sean aplicados a la absorción de pérdidas, cabe destacar que no se trata éste del efecto típico de la subordinación, producto de la degradación en la escala de prelación que tiende a asimilarles a las aportaciones de capital. Al contrario, se refiere a la posibilidad que el principal e intereses sean utilizados a tales efectos incluso fuera de un supuesto concursal, y sin necesidad de proceder a la disolución (*rectius*, liquidación) de la entidad. Conforme a la Circular 3/2008, del Banco de España, tal aplicación se efectúa aun después de haberse agotado las reservas, y reducido a cero el capital ordinario, los fondos vinculados a la emisión de cuotas participativas, y las acciones y participaciones preferentes. Pero como esto no es subordinación, sino “postergación”, la cuota de principal o intereses que resulte impaga podrá recuperarse cuando el emisor obtenga beneficios suficientes y cumpla, al menos durante dos años ininterrumpidos, sus obligaciones de solvencia.

Por su parte, la incorporación de las *financiaciones subordinadas a corto plazo* recoge la idea de los recursos de tercer tramo (“*tier 3*”) concebida en los acuerdos de Basilea II y en la Directiva 2006/49/CEE. De ahí que el artículo 15.1.c) del RD 218/2008 se refiera a esta clase de financiaciones subordinadas como recursos propios auxiliares, y no como recursos propios complementarios, y que la Norma Octava de la Circular 3/2008 del Banco de España reduzca su ámbito de interés a “*dar cobertura exclusiva a los*

requerimientos de recursos propios que resulten de aplicar los capítulos V y VI del presente título”, relativos a los riesgos de tipo de cambio y de cartera de negociación⁶⁵².

Para la configuración de estas financiaciones subordinadas de tercer orden se deben tener en cuenta los siguientes elementos. *En primer lugar*, su plazo original no será inferior a dos años a contar desde su efectivo desembolso, y no podrá contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que el deudor pueda proceder al reembolso anticipado en cualquier momento si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España, que no podrá quedar condicionada o sujeta a incentivos u otras condiciones contractuales especificadas de antemano. La falta de incentivos para la amortización anticipada (“*step-up clauses*”) constituye una diferencia notable respecto a las financiaciones subordinadas estándar y de duración indeterminada, y se justifica habida cuenta del breve plazo de vigencia de esta clase de instrumentos.

En segundo lugar, se requiere que el capital e intereses no puedan ser pagados al tiempo de existir un déficit de recursos propios. Significa esta segunda característica una protección adicional al mero hecho de la subordinación, en tanto la posposición del pago no sólo tiene lugar en aquellos casos en que sea aplicable la normativa de la prelación de créditos (propriadamente, en eventos concursales), sino que se extiende a situaciones anteriores que revelen indiciariamente una crisis de la entidad de crédito, como es un déficit de recursos propios. Técnica ésta muy similar a la ya comentada respecto a las financiaciones perpetuas, pero que se diferencia de ella en que en este caso se trata necesariamente de una obligación y no de una mera posibilidad. Conforme a la Circular 3/2008, del Banco de España, la reanudación en el pago de intereses o el abono del principal serán comunicados a tal entidad regulatoria con al menos un mes de antelación. Ello, naturalmente, para controlar que la situación de crisis ya se ha superado.

Ahora bien, ya centrados en las *financiaciones subordinadas estándar*, aunque en ciertos aspectos se trata de requisitos comunes a todas las formas de subordinación antes señaladas, debemos dar cuenta de los siguientes aspectos:

- (i) **Subordinación general e “incompleta”**: conforme al artículo 12.1.h) del RD 218/2008, debe entenderse por financiaciones subordinadas “*aquellas que, a efectos de prelación de créditos, se sitúen detrás de todos los acreedores comunes*”. Implica lo anterior su configuración, en todo caso, como subordinación general, en términos de producir una posposición

⁶⁵² Para el primer caso, el cálculo de los recursos propios necesarios para la cobertura de los riesgos de tipo de cambios se regula en los artículos 49 y 51 del mismo RD 218/2008, haciendo referencia a la posición neta de divisas y de oro de la entidad. En el caso del riesgo de la cartera de negociaciones, el nivel de recursos propios debe determinarse conforme a los artículos 54 y siguientes de la misma normativa, haciendo principalmente referencia a los precios de los diferentes instrumentos de negociación (renta fija, acciones, participaciones, materias primas, etc.)

respecto a todos los acreedores de la entidad crediticia. En este sentido, los términos empleados por la normativa deben ser coordinados con la LC, que ha dejado de referirse a los acreedores comunes para hacer alusión al concepto de acreedores ordinarios. Adicionalmente, siendo aplicable tal normativa, y tratándose de una subordinación voluntaria contemplada en el artículo 92.2 LC, debemos entender que su pago se produce no sólo tras los acreedores ordinarios, sino también después de los acreedores que han comunicado tardíamente sus créditos (artículo 92.1 LC)⁶⁵³.

Además, la referencia al orden de prelación de créditos debe entenderse necesariamente referido a supuestos de insuficiencia patrimonial. No obstante, ya hemos visto que para la construcción de los modelos de financiación subordinada especial (perpetua y de corto plazo) se han exigido excepcionalmente ciertas postergaciones en el pago de intereses y principal aún fuera de los supuestos de prelación, como una forma de detener los déficits de los recursos propios.

- (ii) *Neutralidad instrumental*: Quiere decir lo anterior que la legislación española no exige un determinado instrumento de financiación en el que consten los términos de la subordinación a efectos de cómputo como recursos propios de la entidad de crédito. Como señala GÓMEZ-JORDANA, “esto quiere decir que un préstamo, un crédito, una emisión de pagarés o una emisión de obligaciones, por citar algunos ejemplos,

⁶⁵³ La necesidad de hacer referencia a la LC a fin de completar el régimen jurídico de las financiaciones subordinadas se basa en que, a diferencia de otros ordenamientos, la legislación española no cuenta con un sistema concursal autónomo de las entidades de crédito. Al contrario, la propia LC contiene ciertas normas que modifican el régimen general sólo en ciertos aspectos, principalmente relativos a la publicidad del concurso (artículos 13.1 y 21.5 LC), a la conformación de la administración concursal (artículo 27.2.2 LC), a las cuentas anuales del deudor (artículo 46.1 LC), entre otras. Para un acabado análisis de estas normas especiales aplicables a las entidades de crédito en el ámbito de la LC, puede consultarse a LÓPEZ-BARAJAS / GÓMEZ – SANCHA, *RDM* 254 (2004), pp. 1.553 y ss.

Pero obsérvese también que el sistema legislativo español contiene ciertas normas “paraconcursoales”, que, no siendo propiamente medidas que tienden a la satisfacción de los acreedores, igualmente se refieren a situaciones de crisis bancarias. En este sentido, destaca el Título III de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, que contiene el régimen de intervención y sustitución provisional de los órganos de administración de las entidades de crédito, soluciones que son adoptadas por el Banco de España, dando cuenta razonada de su adopción al Ministro de Economía y Hacienda. Ello tiene importancia dado que la adopción de tales medidas tendrá lugar en caso de que la entidad se encuentre en una situación de excepcional gravedad que ponga en peligro la efectividad de sus recursos propios o su estabilidad, liquidez o solvencia (artículo 31). En caso de presentarse tal insuficiencia, se procederá a la imposición de sanciones, pudiendo derivar incluso en la revocación de la autorización de existencia de la entidad de crédito.

son fórmulas válidas de captación de ahorro, siempre y cuando expresen la subordinación de los inversores y, en su caso, cumplan con los requisitos de amortización señalados”⁶⁵⁴.

Pero la neutralidad también implica, como señala la Norma Octava de la Circular 3/2008, del Banco de España, que la financiación subordinada puede estar denominada en cualquier moneda, y no necesariamente en euros.

- (iii) **Estabilidad:** El plazo original de las financiaciones subordinadas estándar no será inferior a cinco años. Sin embargo, el artículo 12.1.h) del RD 216/2008 (al igual que la Norma Octava de la Circular 3/2008, del Banco de España), también incluye el supuesto en que no hubiera sido fijada la fecha de su vencimiento, para indicar que en tal caso deberá estar estipulado un preaviso de, al menos, cinco años para su rescate.

El artículo 14.4 del RD 216/2008 establece la reducción proporcional del veinte por ciento por año desde que resten cinco para su extinción, cuestión que sólo dispone respecto del supuesto general contemplado en la letra h), pero no respecto de aquellas financiaciones subordinadas de plazo indefinido contempladas en la letra i)⁶⁵⁵. Pero la lógica nos dice que, tanto en uno como en otro caso, desde el momento en que su plazo remanente sea de cinco años, y durante dichos cinco años, deben reducir su cómputo como recursos propios a razón de un veinte por ciento anual, hasta que su plazo remanente sea inferior a un año, momento en el que dejarán de computarse como tales. Ello porque, en los últimos años de vigencia del instrumento, su capacidad de absorción de pérdidas será necesariamente menor, de modo que, como señala FERRÉ, “... esas financiaciones pasarán a engrosar el pasivo exigible, reduciendo la solvencia de la entidad financiera”⁶⁵⁶.

Relacionado también con la idea de estabilidad el mismo artículo 14.4 agrega que las financiaciones subordinadas no podrán contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, salvo en caso de liquidación de la entidad emisora, y sin perjuicio de que el Banco de España pueda autorizar al deudor su reembolso anticipado si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad. Además, se faculta al Banco de España para establecer al efecto condiciones de carácter general, para

⁶⁵⁴ GÓMEZ-JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 395.

⁶⁵⁵ Como el lógico, esta regla de reducción proporcional no es aplicable a las financiaciones subordinadas de corto plazo, puesto que su menor capacidad de absorción de deudas ya está asumida en la estructuración del propio instrumento. Por ello sólo constituye un recurso propio auxiliar.

⁶⁵⁶ FERRÉ, 2006, p. 63.

regular tanto los incentivos aplicables al reembolso anticipado como la recompra de este tipo de instrumentos ("*step-up clauses*"). Así, la Circular 3/2008, del Banco de España, agrega que "*en el caso de que se contemplen incentivos a la amortización anticipada, tales como subidas del tipo de interés aplicable en caso de no llevarse a cabo la amortización a opción del emisor, el Banco de España, en el marco del proceso de verificación a que se refiere el apartado 6 siguiente, podrá considerar la fecha de aplicación del incentivo como la relevante a efectos de determinar la duración del plazo original y para la aplicación del calendario de reducción de computabilidad a que se refiere el guión precedente. En el caso de que el instrumento prevea incentivos a la amortización que consistan en subidas del tipo de interés aplicable, se considerará la fecha de aplicación del incentivo como la de duración efectiva del instrumento, siempre que el incremento del tipo de interés supere el máximo que haya fijado la Comisión Ejecutiva del Banco de España y que será hecho público. En tanto no se dicte tal resolución, el máximo será de 75 puntos básicos.*"

Sin perjuicio de estas restricciones, extraña la ausencia de una norma como aquella consagrada en el artículo 20 del RDL 7/1996, respecto a los préstamos participativos. Éste, conteniendo idéntica limitación a la amortización anticipada, la permite en caso que ésta se compense con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que ésta no provenga de una actualización de activos. Estimamos, sin embargo, que ello siempre puede ser permitido por el Banco de España, cuando la compensación por medio de una ampliación de igual o mayor cuantía de fondos propios - sujeta a las normas de contabilización completa o parcial de los mismos - no llegue a afectar los índices de solvencia de la entidad de crédito. Ello porque la base de cálculo sería numéricamente idéntica, aunque compuesta por factores diferentes. La diferencia que se presentará con el caso del préstamo participativo será, en todo caso, la necesidad de contar con la autorización previa del Banco de España, cuestión que resulta deseable si se establece como un mecanismo de control en el cumplimiento del requisito de no afectar los coeficientes de solvencia de la entidad.

- (iv) **Ajenidad:** No podrán ser aportadas, o adquiridas posteriormente, por la entidad o por otras entidades o personas con apoyo financiero de la entidad. No obstante, podrán ser convertibles en acciones, aportaciones o participaciones de la entidad emisora, o de entidades del grupo consolidable, y ser adquiridas con el exclusivo fin de su conversión⁶⁵⁷.

⁶⁵⁷ En este sentido, *vid.* FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 324, quien sostiene que: "Por ajenidad de la deuda subordinada queremos indicar la prohibición de que la propia sociedad y entidades del grupo adquieran la financiación subordinada. La prohibición de autocartera (como no sea para el

La posibilidad de conversión implica la transformación de estos recursos propios complementarios en recursos propios básicos, o de primer nivel, lo que evidentemente implica su cómputo completo y ajeno a cualquiera de las limitaciones y requerimientos establecidos para las financiaciones subordinadas.

De hecho, entre otros, el artículo 13.1 del RD 218/2008 y la Norma Novena de la Circular 3/2008, del Banco de España, obligan a deducir del monto de los recursos propios de las entidades de crédito tanto las financiaciones subordinadas adquiridas por éstas y emitidas por entidades participadas que sean otras entidades de crédito o entidades financieras no integradas en el grupo consolidable, siempre que las participaciones sean superiores al diez por ciento del capital de la participada; como las financiaciones subordinadas emitidas por entidades de crédito y entidades financieras no incluidas en el supuesto anterior que sean adquiridas por la entidad o grupo que ostente las participaciones, en la parte en que la suma de todas ellas exceda del diez por ciento de los recursos propios de la entidad de crédito.

- (v) **Complementariedad:** A diferencia de los recursos básicos de las entidades de crédito, los recursos propios de segunda categoría de una entidad de crédito o de un grupo consolidable de entidades de crédito están sujetos, para efectos de su cómputo, a las limitaciones contempladas en el artículo 15 del RD 218/2008.

Así, no serán computables como recursos propios de segunda categoría de una entidad de crédito o grupo consolidable de entidades de crédito: ni el exceso de las financiaciones subordinadas sobre el cincuenta por ciento de los recursos propios básicos de la entidad o grupo consolidable, ni el exceso de los recursos propios de segunda categoría sobre el cien por cien de los recursos propios básicos de la entidad o del grupo consolidable. El primer índice se refiere particularmente a un límite a las financiaciones subordinadas estándar, mientras el segundo hace referencia a la suma de todos los recursos propios complementarios.

Por su parte, las financiaciones subordinadas a corto plazo son tratadas por el artículo 15.1.c) como recursos propios auxiliares. Ello implica que puede recurrirse a ellos sólo de modo excepcional para los efectos contemplados en la citada normativa, esto es, para el cálculo de recursos propios en relación a los riesgos de tipo de cambio y de cartera de

rescate) es más rigurosa, incluso, que la de las acciones propias. La razón de esta exclusión es palmaria: de otro modo se incurriría en el mal que se trata de conjurar que no es otro que la infracapitalización." En el mismo sentido, SEBASTIÁN, CDC 9 (1991), p. 153.

negociaciones. Su mayor excepcionalidad, enlazada con la menor rigurosidad en cuanto a la estabilidad de la financiación, supone una utilización no sólo restringida, sino también pensada para eventos de crisis financiera. De ahí también que se extienda su aplicación a supuestos que escapan de la esfera concursal.

Constituye una novedad de este RD el hecho de que, conforme a su artículo 15.3, los recursos propios de segunda categoría que superen los límites antes citados pueden incluirse entre los recursos propios auxiliares. Significa lo anterior asignar un valor residual a dicho exceso, a los mismos efectos que para los indicados respecto a las financiaciones subordinadas contempladas en la letra j) del artículo 12.1 del citado RD.

Finalmente, el Banco de España podrá autorizar a las entidades de crédito y a los grupos consolidables de entidades de crédito a computar como recursos propios, transitoria y excepcionalmente, el exceso sobre los límites establecidos en este apartado.

- (vi) **Publicidad:** Llama poderosamente la atención que, a diferencia del RD 1370/1985, el RD 218/2008 no establece requisitos de publicidad del hecho de la subordinación entre los elementos de configuración del régimen de las financiaciones subordinadas de las entidades de crédito. Lo anterior constituye una omisión manifiesta toda vez que, en relación a la conformación de los recursos propios de las empresas de servicios de inversión y de sus grupos consolidables, una de las condiciones exigidas para efectos del cómputo de las financiaciones subordinadas es que en los contratos y folletos de emisión quede patente la condición de financiación subordinada para los acreedores, cuestión que debe ser verificada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (artículo 90.2).

No obstante, el mencionado requisito se renueva en la Norma Octava de la Circular 3/2008, del Banco de España, en tanto dispone que en los contratos y folletos de emisión quedará patente la condición de financiación subordinada para los acreedores. Lo anterior tiene crucial importancia dado que no se desea que los adquirentes de los títulos subordinados desconozcan la condición de tal, en tanto implica un detrimento en sus posibilidades de cobro. Se estima que, dejando expresa constancia de lo anterior, el adquirente podrá tomar decisiones informadas sobre la inversión a efectuar. SEBASTIÁN hace incluso referencia a la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios, requiriendo que se exprese de forma clara y sencilla los términos concretos de la operación, estimando que no es suficiente la mera leyenda de financiación subordinada, ya que “el consumidor

desconoce, en la mayor parte de las ocasiones, lo que ello supone, y atraído por los términos en que se presenta la oferta, puede decidirse a invertir sin un conocimiento adecuado del alcance de su decisión”⁶⁵⁸.

El número 6 de la Norma Octava de la Circular 3/2008, del Banco de España, agrega que los señalados contratos y folletos de emisión deben ser remitidos a tal entidad a objeto de verificar su computabilidad como recursos propios y sujeción a los límites reglamentarios.

El recurso a las financiaciones subordinadas ha sido intensamente utilizado por las entidades de crédito españolas, principalmente por parte de las Cajas de Ahorro. En el **Anexo II** del presente trabajo ofrecemos ciertas estadísticas actualizadas de tales emisiones.

d. Modelo chileno:

En Chile, la primera regulación sobre las financiaciones subordinadas encuentra sus raíces en la Ley N° 18.818, de 1 de agosto de 1989, que estableció normas destinadas a regularizar la situación de los bancos que habían sido intervenidos a raíz de la crisis económica experimentada entre los años 1982 y 1983. Dicha ley trató de la subordinación en dos sentidos: *primero*, incorporó un nuevo artículo 15 a la Ley N° 18.401, de 26 de enero de 1985, a efectos de regular el régimen jurídico al que debían someterse los bancos sujetos a intervención estatal; y, *luego*, conforme a las recomendaciones de Basilea I, estableció la posibilidad de que los bancos e instituciones financieras emitieran bonos subordinados a efectos de poder computarlos como parte del patrimonio efectivo de la empresa, introduciendo un artículo 68 a la Ley General de Bancos, actualmente artículo 55 del texto refundido contenido en el Decreto con Fuerza de Ley N° 3, de 19 de diciembre de 1997⁶⁵⁹.

Respecto al primer supuesto, el citado artículo 15 dispone que *“los bancos y sociedades financieras que tengan pendientes pactos de recompra de cartera con el Banco Central de Chile a que se refiere el artículo 10, podrán solicitar a éste la novación de todas las obligaciones que deriven de los contratos de compraventa de cartera, sustituyéndolas por una nueva obligación de carácter subordinado que se sujetará a lo previsto en este artículo”*⁶⁶⁰. Tales

⁶⁵⁸ SEBASTIÁN, CDC 9 (1991), p. 157.

⁶⁵⁹ Todavía no actualizada conforme a las directrices contenidas en Basilea II, aun cuando la SBIF ha planteado una “hoja de ruta” para su implementación, disponible en <http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/Noticia?indice=2.1&idContenido=2731> (consultada el 20 de junio de 2010). Significa lo anterior que los bonos subordinados sólo tienen cabida en el segundo tramo de conformación de los recursos propios de la empresa (“tier 2”) y que las cuestiones de “disciplina de mercado” no se encuentran suficientemente desarrolladas en el ámbito normativo, dada la falta de precisión en torno a la información que las entidades bancarias deben entregar al mercado.

⁶⁶⁰ Téngase presente la explicación de UGARTE, 2005, pp. 378 y ss., sobre el particular, que se resume en que, cuando tuvo lugar la crisis económica de 1982 y 1983, los bancos más importantes del país entraron en graves dificultades financieras, de modo que debieron ser intervenidos de acuerdo a

deudas subordinadas consistirían en obligaciones de plazo indeterminado, cuyo pago sólo se efectuaría con los excedentes del ejercicio anual, deducida la parte que correspondiese a las acciones preferentes. Además, no se computarían como pasivos exigibles de la entidad financiera, y, en caso que ésta se encontrase en situación de liquidación forzosa, se pagarían después de todas sus demás obligaciones, pero antes que los accionistas, de lo que deriva su carácter de subordinación general e “incompleta”⁶⁶¹. El recurso a la deuda subordinada se justificaba ante la imposibilidad de que el Banco Central de Chile capitalizara la deuda a modo de acciones preferentes, para así liberar parte del pasivo de los bancos. De este modo, esta alternativa lograba similares efectos, como si se tratase de acciones sin derecho a voto, pero con una obligación de pago diferido en el tiempo para cuando existieren utilidades del ejercicio.

Respecto al supuesto de los bonos subordinados, la normativa chilena no es demasiado profunda, manteniéndose – hasta la fecha – en los primeros avances del Comité de Basilea en 1988. Así, el artículo 55 de la Ley General de Bancos, complementado por el Capítulo 9-6 de la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF, se dedican a configurar los requisitos generales de la financiación subordinada a efectos de su cómputo como “patrimonio efectivo” del banco, cuestión que es acogida parcialmente en el artículo 66 de la Ley General de Bancos. En el **Anexo III** del presente trabajo se ofrece un listado de las financiaciones subordinadas vigentes en el sistema bancario chileno.

Conforme a la citada normativa, hemos de caracterizar las financiaciones subordinadas típicas en el ordenamiento jurídico chileno conforme a los siguientes parámetros:

- (i) *Subordinación general e “incompleta”*: el carácter de deuda subordinada hará que, en caso de que la entidad emisora se encuentre en concurso de acreedores, esto es, en estado de liquidación forzosa, estos bonos se paguen después de los demás acreedores, incluidos los valistas (ordinarios). Sin embargo, y como analizaremos un poco más adelante, la regulación no sólo se sitúa en el evento de liquidación, sino que también señala el régimen aplicable a los bonos subordinados cuando el Directorio del banco emisor presente convenio a sus acreedores. En tal caso, una vez aprobado el convenio, los bonos subordinados serán capitalizados por el solo ministerio de la ley, hasta concurrencia de lo necesario para que la proporción entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo no sea inferior al doce por ciento.

los términos de la Ley General de Bancos. Para evitar la crisis, se optó por que el Banco Central de Chile comprara las carteras de tales bancos intervenidos, con la obligación de los bancos comerciales de recomprarlas.

⁶⁶¹ Vid. UGARTE, 2005, p. 379.

- (ii) **Estabilidad:** en esta materia se han seguido de cerca los planteamientos de Basilea I, en términos que el plazo promedio de vencimiento de los bonos subordinados no puede ser inferior a cinco años, y que el cómputo de los mismos está sujeto a deducción de veinte por ciento por año durante sus últimos cinco años de vigencia⁶⁶².

De igual manera, se establece una prohibición genérica que impide el pago o rescate anticipado de los títulos subordinados por parte de la entidad bancaria, negando asimismo validez a las cláusulas que pudieren implicar el pago anticipado de todo o parte de los bonos.

- (iii) **Excepcionalidad:** a diferencia de la neutralidad presente en la regulación comunitaria, y, específicamente en la legislación española, la Ley General de Bancos aboga por un solo instrumento por medio del cual obtener el beneficio del cómputo como recursos propios de la entidad bancaria: los bonos subordinados. A tal respecto, el inciso final del artículo 55 de la citada normativa dispone que “Regirá en lo demás lo dispuesto en la ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores”, norma que en todo caso debe entenderse referida al Título XVI de la reseñada ley, que contiene los términos generales de las emisiones de bonos por parte de las sociedades chilenas.
- (iv) **Complementariedad:** nuevamente se siguen en este punto los planteamientos tradicionales sobre la contabilización de las financiamientos subordinados como recursos propios de “segundo orden” o complementarios. A diferencia del capital primario, la asimilación al patrimonio efectivo del banco se encuentra limitada: así, el artículo 66 de la Ley General de Bancos dispone que su cómputo sólo llega hasta el equivalente al cincuenta por ciento del capital básico. Ello no implica que exista impedimento a que un banco emita bonos subordinados por montos superiores, sino sólo una limitación a la contabilización del exceso como patrimonio efectivo para los fines regulatorios pertinentes.
- (v) **Publicidad:** conforme a lo dispuesto en la Sección III.2 del Capítulo 2-11 de la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF, el hecho de la subordinación debe constar en la escritura de emisión de bonos. Puede señalarse este requisito como propio del carácter público que debe tener una subordinación de créditos, pero estimamos que ello responde, en

⁶⁶² Para la determinación del plazo promedio, la sección 3.2 del Capítulo 9.6 de la Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF dispone que: “Para determinar el plazo promedio, cuando los bonos contemplen amortizaciones parciales, se multiplicará el importe de cada cuota de amortización por su plazo, expresado en días o meses, según corresponda. Luego se sumarán los productos obtenidos de esas operaciones y el resultado de la suma se dividirá por el importe total de la emisión. El cociente (sic) que se obtenga indicará el plazo promedio del bono, expresado en días o meses, según cual haya sido el factor utilizado.”

este caso, a que el hecho de la subordinación requiere de una disposición expresa. No podría sostenerse que un título ha sido emitido con el carácter de subordinado sin una cláusula de subordinación que conste propiamente en la escritura de emisión, dado que es necesario excluir la regla de la distribución proporcional de los supuestos concursales. Donde sí encontramos una referencia expresa a la publicidad del carácter subordinado de las emisiones de esta clase de títulos es en la Sección III.3.4 del señalado Capítulo 2-11, en cuanto se dispone que la indicación del carácter subordinado de los bonos debe estar contenida en el prospecto de emisión disponible al público.

- (vi) *Ajenidad al sistema financiero*: A pesar de sus similitudes, he aquí una diferencia sustancial con el sistema comunitario y español. El artículo 55 de la Ley General de Bancos dispone que “*Los bonos subordinados no pueden ser adquiridos en forma alguna por bancos o demás instituciones sujetas a la fiscalización de esta Superintendencia, ni por sociedades filiales o coligadas de dichas instituciones.*” La ampliación de la restricción a toda otra entidad sujeta a la fiscalización de la SBIF se justifica en un mercado tan pequeño como el chileno, no bastando la prohibición sólo respecto a las entidades relacionadas al banco emisor.

Cabe agregar que, dado el carácter de Derecho común de la legislación civil, todo cuanto no se encuentre expresamente tratado en la legislación bancaria debe ser suplido mediante las disposiciones generales de la subordinación de créditos contenida en el artículo 2.489 CCCh (*infra*, Capítulo V). En tal sentido, y a contar de la entrada en vigor de la Ley No. 20.190, las emisiones de bonos subordinados por parte de los bancos son necesariamente solemnes, irrevocables y sujetas a la suspensión de la prescripción. Ya hemos comentado largamente sobre estas cuestiones, pero queremos hacer presente nueva y particularmente este último punto a efectos de poner de manifiesto sus nocivas consecuencias. En pocas palabras, y respecto a la emisión de deuda subordinada, el contenido del inciso final del artículo 2.489 CCCh, en la práctica, que las acciones de cobro de las obligaciones que emanan de las emisiones de esta clase de títulos tienen el carácter de imprescriptibles. Lo anterior, a todas luces, carece de lógica y justificación.

Ahora bien, el régimen jurídico de las emisiones de bonos subordinados también implica la revisión de su comportamiento en situaciones de crisis patrimoniales de las entidades bancarias. A diferencia del Derecho español, el ordenamiento jurídico chileno ha establecido un régimen concursal especial para los bancos, asumiendo la importancia del sector bancario en la economía general. Este sistema se caracteriza principalmente por el hecho de contar con ciertas herramientas anticipatorias de la crisis, mecanismos preventivos de la insolvencia y procedimientos concursales propiamente tales.

Las *herramientas anticipatorias* se refieren a los controles de solvencia efectuados por el órgano regulador, siguiendo los postulados de Basilea I. De este modo, el artículo 66 de la Ley General de Bancos dispone: (i) que el patrimonio efectivo de un banco no podrá ser inferior al ocho por ciento de sus activos ponderados por riesgo, neto de provisiones exigidas⁶⁶³; y (ii) que el capital básico no podrá ser inferior al tres por ciento de los activos totales del banco, neto de provisiones exigidas. En consecuencia, la emisión de bonos subordinados tiene importancia para el cálculo de los cocientes de solvencia en tanto integran, junto al capital pagado y reservas (“capital básico”) y ciertas provisiones voluntarias, el concepto de “patrimonio efectivo”.

La Ley General de Bancos hace un amplio uso de estas razones financieras, utilizándolas como parámetro permanente en el control de la actividad de la empresa, entre otros, para: el condicionamiento a la autorización de la SBIF a la fusión de entidades bancarias (artículo 35 *bis*); el funcionamiento de la entidad mientras no se haya enterado completamente el capital mínimo (artículo 51); la clasificación de los bancos según sus niveles de solvencia (artículo 59); la presunción de hechos que dan cuenta de una afectación de la situación financiera del banco (artículo 118); y la presunción de hechos que dan cuenta que la entidad presenta problemas de solvencia (artículo 122).

Como *mecanismos preventivos*, se establece la posibilidad de “capitalización preventiva” (artículos 118 y siguientes de la Ley General de Bancos) y de “capitalización por medio del sistema financiero” (artículos 140 y siguientes del mismo cuerpo legal).

Afectada que sea la situación financiera del banco - supuesto genérico que se presume en ciertos casos señalados por el mismo legislador-, el Directorio debe convocar a una Junta de Accionistas con el objeto de aprobar el correspondiente aumento de capital necesario para el normal funcionamiento de la entidad (en otras palabras, a modo de “capitalización preventiva”). Los bonos subordinados tienen importancia en esta cuestión por cuanto una de las presunciones que el banco se encuentra afectado en su situación financiera consiste en que su “patrimonio efectivo”, descontadas las pérdidas acumuladas durante el ejercicio que aparezcan en un estado financiero, sea inferior al ocho por ciento de los activos netos de provisiones exigidas y ponderados por riesgo. Y, como hemos señalado, el artículo 66 de la Ley General de Bancos admite para el cómputo de tal “patrimonio efectivo” la contabilización de los bonos subordinados, claro está, sujeto a las restricciones indicadas en la misma norma.

Por su parte, en el caso de la “capitalización por el sistema financiero”, los fondos son obtenidos mediante un préstamo a dos años por parte de otro banco. Ello tendrá lugar tanto para los casos en que se encuentre afectada la situación financiera del banco (mismo supuesto que el de la “capitalización preventiva”), como para los

⁶⁶³ Los criterios de ponderación por riesgo de los activos bancarios se encuentran contenidos en el artículo 67 de la Ley General de Bancos.

casos en que el banco revele problemas de solvencia que comprometan el oportuno pago de sus obligaciones o se encuentre sujeto a administración provisional⁶⁶⁴. Nuevamente, la existencia de emisiones de bonos subordinados tiene importancia para este supuesto. Así, además de hacer aplicables las mismas presunciones que daban lugar a la “capitalización preventiva”, el artículo 122 establece una serie de presunciones que acreditan los problemas de solvencia de la entidad bancaria, incluyendo que *“el patrimonio efectivo, después de deducidas las pérdidas acumuladas durante el ejercicio que aparezcan en un estado financiero, sea inferior a un cinco por ciento de los activos netos de provisiones exigidas y ponderados por riesgo.”*

Finalmente, como mecanismos que la doctrina ha calificado como propiamente *remedios concursales*, encontramos el “convenio preventivo” y la “liquidación forzosa”. El convenio preventivo, análogo en su estructura al convenio preventivo general regulado actualmente en el Libro IV del CComCh, tiene lugar cuando la institución financiera presenta problemas de solvencia en el pago oportuno de sus obligaciones, de carácter transitorio y remontable. Al igual que en el caso de la capitalización por el sistema financiero, la emisión de bonos subordinados tiene importancia para la presunción de existencia de problemas de solvencia, en tanto participa de la conformación del “patrimonio efectivo” del banco. De hecho, el índice señalado en la correspondiente presunción se encuentra contenido en el artículo 122 de la Ley General de Bancos, y es aplicable a la capitalización por el sistema financiero sólo por efectos de la remisión que efectúa el artículo 140 del mismo cuerpo legal.

No obstante, para el caso de los convenios preventivos, la existencia de bonos subordinados tiene una segunda importancia. El inciso final del artículo 55 de la Ley General de Bancos dispone que *“Cuando el directorio del banco deba presentar convenio a sus acreedores y éste sea aprobado, los bonos subordinados que el banco adeude, estén o no vencidos, serán capitalizados por el solo ministerio de la ley hasta concurrencia de lo necesario para que la proporción entre el patrimonio efectivo y los activos ponderados por riesgo no sea inferior al doce por ciento. La transformación en acciones se efectuará en la forma que establece el artículo 127.”* Revisemos brevemente esta cuestión:

Hemos señalado que una de las presunciones para probar los problemas de solvencia del banco se refiere al caso que el patrimonio efectivo, después de deducidas las pérdidas acumuladas durante el ejercicio que aparezcan en un estado financiero, sea inferior a un cinco por ciento de los activos netos de provisiones exigidas y ponderados por riesgo. También hemos dado cuenta que el concepto de “patrimonio efectivo” incluye a los bonos subordinados, sujeto a ciertas limitaciones (artículo 66 de la Ley General de Bancos). Si conforme a los términos del citado artículo 66, el

⁶⁶⁴ Cabe destacar que, conforme al artículo 140 de la Ley General de Bancos, éste préstamo tiene el carácter de legalmente subordinado al resto de los acreedores “valistas” (ordinarios) para el caso de concurso de acreedores. Ello significa el establecimiento de un supuesto de subordinación legal, general e incompleta por parte de la legislación chilena.

“patrimonio efectivo” está compuesto también (y principalmente) por el capital básico de la entidad - esto es, el capital pagado y reservas-, cabe preguntarse de qué manera afecta el índice de solvencia el hecho de modificar la naturaleza de los bonos subordinados a capital. El orden de los factores no puede alterar el producto, de lo que se deduciría la inutilidad de la solución. Por ello, esta norma sólo tiene sentido en cuanto dejen de aplicarse las limitaciones contenidas en el artículo 66 de la Ley General de Bancos para el cómputo de los bonos subordinados como parte de tal “patrimonio efectivo”. Quiere decir lo anterior que, capitalizados que sean los créditos que emanan de la emisión de bonos subordinados, todo el monto adeudado pasa a formar parte del capital básico de la empresa, sin tomar en cuenta la limitación del cincuenta por ciento del capital básico ni de la reducción del valor en veinte por ciento por cada año que transcurra desde que falten seis años hasta su vencimiento.

Como segundo mecanismo concursal, la liquidación forzosa aparece como el procedimiento a seguir en caso que la insolvencia del banco, evidenciada por sus estados financieros, sea de tal gravedad que amerite incluso la cancelación de su autorización de existencia, procediéndose a la consecuente liquidación del activo⁶⁶⁵. Como indica PUGA, “la causa del convenio es la insolvencia de la empresa financiera, pero esta insolvencia debe revestir características tales que permita, aunque sea mediante la inyección de capitales ajenos, revertir la crisis en un plazo prudente... En cambio, la liquidación forzosa entra en el juego cuando la situación es definitivamente desesperada, cuando no se justifica mantener viva la empresa...”⁶⁶⁶

Queda por revelar a qué clase de concurso se refiere el artículo 55 de la Ley General de Bancos, al disponer que el efecto de la cláusula de subordinación sólo se producirá en caso de “concurso de acreedores”. Aunque pudiese parecer que se trata de una referencia genérica a cualquiera de los dos mecanismos propiamente concursales contemplados en la misma ley (esto es, “convenio preventivo” y “liquidación forzosa”), estamos por la negativa, instando por que dicho concepto se refiere únicamente al procedimiento de liquidación forzosa. Lo anterior, por los siguientes motivos: *primero*, porque, como ya explicáramos, el inciso tercero del citado artículo 55 dispone la capitalización de la deuda para el caso de aprobación del convenio, y capitalizada que ésta sea, difícilmente puede aplicársele una regla de prelación como la que supone la subordinación; y, *luego*, porque este es el sentido que le asigna el Capítulo 9-6 de su Recopilación Actualizada de Normas de la SBIF. Así, al

⁶⁶⁵ DE VECCHIS, 1998, p. 90 agrega que “La liquidación forzosa, al igual que la quiebra, constituye una fase patológica en el ciclo operativo de un banco, pero responde también a las exigencias fisiológicas del sistema, en cuanto instrumento de recambio de los operadores económicos y de expulsión del mercado a aquellos operadores que no tienen ya título o razón para permanecer en él”. Quiere decir lo anterior que, por mucho que el ordenamiento razone sobre la idea de la importancia del sistema bancario en la economía en general, pretendiendo el establecimiento de un cúmulo de soluciones preventivas y de salvamento, siempre debe apreciarse la necesidad de llegar a la solución última de la liquidación patrimonial.

⁶⁶⁶ PUGA, 1999, p. 109.

explicar el contenido del artículo 55 de la Ley General de Bancos, dicha normativa dispone que: *“En caso de que la entidad emisora se encuentre en concurso de acreedores, esto es, en estado de liquidación forzosa, estos bonos se pagarán después de los demás acreedores, incluidos los valistas, lo que les confiere su carácter de subordinados”*.

Por ello, la posposición de los créditos que emanan de la emisión de bonos subordinados sólo tendrá lugar en el caso de liquidación forzosa. Dada la importancia de las empresas bancarias en la economía nacional, se trata ésta de una solución absolutamente residual y excepcional. Residual dado que supone que las herramientas de control y los mecanismos preventivos no fueron suficientes como para evitar la crisis bancaria, que se ha rechazado la propuesta de convenio preventivo presentado por el Directorio del banco, o, genéricamente, que el Superintendente de la SBIF haya considerado que *“el banco no tiene la solvencia necesaria para continuar operando, o que la seguridad de sus depositantes u otros acreedores exige su liquidación.”* Decimos excepcional, en cuanto existen una serie de barreras para lograr que se lleve a efecto la liquidación forzada, dadas las nocivas consecuencias que ella implica, especialmente por el hecho de requerir una resolución fundada por parte de la SBIF y de la aprobación del Banco Central de Chile (artículo 130 de la Ley General de Bancos).

1.3. Las financiaciones subordinadas fuera del sistema financiero

Sin perjuicio de que los principales estudios sobre la materia de la financiación subordinada se encuentran en la órbita del sistema financiero, ello no implica que este mecanismo de obtención de recursos no se haya desarrollado en otros sectores de la actividad económica. Ello a pesar de que ni en España ni en Chile se haya desarrollado un verdadero mercado de títulos subordinados que no hayan sido emitidos por entidades de crédito.

Cierto es, sin embargo, que en estos últimos casos la regulación otorgada por los diferentes ordenamientos jurídicos tiende a ser bastante menor (o incluso a no existir), dejando entregado su régimen a los arbitrios de la autonomía privada. Ello porque la intervención normativa no es indispensable en tanto estos recursos no son utilizados para cubrir las necesidades de fondos propios que aseguren la estabilidad financiera de entidades cruciales en el desarrollo económico.

Al contrario, la utilización de financiaciones subordinadas más allá del sistema financiero ha respondido a parámetros diversos, usualmente situados en la idea de provocar una asimilación meramente económica a los recursos propios del deudor y a evitar la dilución de la participación de los actuales titulares de la empresa⁶⁶⁷. Como

⁶⁶⁷ Respecto a la asimilación meramente económica a los fondos propios de la empresa, JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p. 12, ofrece una interesante comparación, expresando que a los ojos de los acreedores beneficiarios (*“senior debt holders”*) la deuda subordinada será apreciada como *“acciones preferentes con fecha de vencimiento”*, aun cuando la ley siga tratándola como deuda.

señala CAMPOBASSO, la equiparación del préstamo subordinado al capital propio presupone una intervención específica por parte del legislador⁶⁶⁸, como ocurre en relación con las financiaciones subordinadas en el ámbito financiero y, aún limitadamente, en la regulación de los préstamos participativos. Pero CAMPOBASSO se refiere a una equiparación legal, que no desmerece la posibilidad de un análisis y cálculo financiero. Pero para ello no sólo es necesario acudir a la idea de la subordinación general, sino complementar las correspondientes emisiones de deuda subordinada con cláusulas que aseguren la estabilidad de los fondos (por ejemplo, limitando la posibilidad de vencimiento o rescate anticipado) o aumentar su capacidad de absorción de pérdidas (por ejemplo, estableciendo fórmulas de postergación de capital o intereses en eventos diferentes de la liquidación del deudor). En esto, cabe adivinar, la práctica toma en préstamo lo ya avanzado en materia de capital secundario de las entidades de crédito.

Fuera del ámbito financiero, en consecuencia, las financiaciones subordinadas son utilizadas como medios para la captura de fondos adicionales para la empresa, dirigidas principalmente a entidades con mayor propensión al riesgo o con necesidad de diversificarlo, ofreciéndose un mejor espectro de alternativas. Por su parte, el emisor logra la ampliación de su capacidad de endeudamiento sin requerir un sacrificio extremo del control de la empresa emisora ni la dilución de las utilidades en mayores retribuciones, como ocurriría con un aumento de capital, o, incluso, mediante la obtención de un préstamo participativo⁶⁶⁹.

Para tener una idea de cómo se amplía la capacidad de endeudamiento del emisor, GOLIN ofrece el siguiente ejemplo, basado en una estructura de dos tramos de deuda subordinada y en las razones indicadas al final de la tabla ⁶⁷⁰:

	Primer supuesto (sin subordinación)	Segundo supuesto (un nivel de subordinación)	Tercer supuesto (dos niveles de subordinación)
Capital	\$100.000	\$100.000	\$100.000
Nivel 1 de deuda subordinada *		\$50.000	\$50.000
Nivel 2 de deuda subordinada **			\$75.000
Créditos beneficiarios ***	\$300.000	\$450.000	\$675.000
TOTAL	\$400.000	\$600.000	\$900.000

* 50% del capital

** 50% de la suma del capital y el primer nivel de deuda subordinada.

*** 300% de la suma de los "recursos propios" del emisor.

⁶⁶⁸ CAMPOBASSO, 1983, p. 378.

⁶⁶⁹ EVERETT, *B.U. Law Rev.* 44 (1964), pp. 496 y 497.

⁶⁷⁰ GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 378.

Pero existen otras características que hacen apetecible las financiaciones subordinadas. De conformidad a las explicaciones de CALLIGAR y EVERETT, tales ventajas resultan claras a la luz de la comparación entre la emisión de deuda subordinada con la de acciones preferentes: (i) los intereses pagados por la empresa serán deducibles como gastos para efectos de impuestos; (ii) la tasa de interés de esta deuda será inferior a las tasas de retorno esperadas por el titular de una acción preferente; (iii) la posibilidad de conversión de la deuda subordinada en acciones otorga flexibilidad a la dirección, que puede solicitar la conversión en el mejor interés de la empresa; y (iv) la emisión de deuda subordinada puede ajustarse más fácilmente a los requerimientos de los inversores institucionales, para los casos en que las acciones de la misma empresa no cumplan con los requisitos legal o reglamentariamente establecidos para tales fines⁶⁷¹.

Sin embargo, comparada con una emisión de obligaciones ordinaria – o incluso garantizada – resulta que la financiación subordinada puede ser bastante más cara, en tanto el acreedor busca beneficiarse de una mayor retribución que compense el mayor riesgo de insolvencia por él asumido. Por ello, es lógico que esta herramienta no sea la principal medida de obtención de recursos por parte de la empresa, en especial en el caso de las *pymes*. Éstas no soportarían el incremento de tasa en atención al mayor riesgo involucrado, siendo siempre preferible acceder al crédito ordinario, probablemente de parte del sistema bancario⁶⁷². La alternativa para esta clase de empresas puede estar dada por la fórmula del préstamo participativo, ya que en éste la tasa de interés fija será menor habida cuenta de la retribución por medio de una cláusula de participación que varía según los resultados de la empresa.

Así, la emisión de deuda subordinada se asociará normalmente a una cierta clase de entidad: sociedades inscritas, de sólida reputación y alto nivel de solvencia. Sólo éstas estarán en condiciones de soportar el incremento en la tasa de interés, que no será tan elevado si se toma en cuenta el escaso riesgo al que se expone el inversor, dadas las anchas espaldas del emisor⁶⁷³.

Pero dar cuenta de la utilización de las financiaciones subordinadas también supone referirnos a su uso por parte de personas jurídicas de derecho público. En éstas late también un interés político que hace de estos instrumentos un mecanismo de financiación que puede evitar la privatización de ciertas entidades. En los apartados siguientes estudiaremos separadamente estos escenarios.

⁶⁷¹ CALLIGAR, *Bus. Law*. 23 (1967), p. 38, y EVERETT, *B.U. Law Rev.* 44 (1964), p. 497 – 498.

⁶⁷² *Vid.* JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p. 9.

⁶⁷³ GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 377.

1.3.1. Situación de personas jurídicas de derecho privado

a. Los instrumentos de deuda subordinada como híbridos financieros: desde la calificación jurídica a la finalidad económica:

A modo de obtener financiación para el desempeño de sus actividades, las empresas privadas tienen fundamentalmente dos vías: las *aportaciones de capital*, ya sea de parte de los propios socios o accionistas que incrementan su participación social, o de parte de terceros que adquieren dicha participación pasando a formar parte de la estructura societaria; o la *deuda*, a través de la obtención de fondos por parte de terceros, sea caracterizado por préstamos, emisiones de títulos de deuda, etc.

En la primera vía, la obtención de recursos por parte de terceros se traducirá en un aumento de capital suscrito por personas diferentes de los socios o accionistas primitivos, derivando en la dilución de su participación. De escogerse la segunda opción, el nivel de endeudamiento de la empresa se incrementará, pudiendo suponer un mayor costo (en atención a los intereses) y terminar afectando sus índices financieros⁶⁷⁴. Por de pronto, el incremento del endeudamiento afectará la razón que da cuenta de la autonomía financiera de la empresa, resultado de la división de sus capitales propios por su deuda total⁶⁷⁵.

Sin perjuicio de ello, una solución adecuada para determinar la conveniencia de una u otra opción no sólo resulta del interés (subjetivo) de los inversores, sino de la elección de la estructura óptima de capital para la empresa. Para la determinación del "óptimo" deberá efectuarse el correspondiente análisis financiero, de modo que la administración pueda tomar las decisiones más adecuadas a este respecto⁶⁷⁶. Como nos indican WESTON y BRIGHAM, las principales funciones de los administradores financieros son planear, adquirir y utilizar los fondos en forma tal que se incremente al máximo la eficacia de operación de la organización, lo cual resulta del conocimiento de las fuentes de financiación y la forma en que se adoptan las decisiones relativas a éstas⁶⁷⁷. Quiere decir lo anterior que la administración deberá esforzarse para maximizar la rentabilidad de la inversión efectuada por los socios, dado que, en caso contrario, éstos la retirarían a fin de abocarse a otras inversiones, incluyendo, en etapas

⁶⁷⁴ Nos referimos en este punto al costo directo del capital en relación al del endeudamiento. No es efectivo que la financiación vía capital no tiene coste si consideramos los costos alternativos que el uso de los fondos tiene para los inversores.

⁶⁷⁵ Alejandro CONDE LÓPEZ (1976): *Tratado sobre Inversiones*, Index, Madrid, p. 68.

⁶⁷⁶ CONDE, 1976, p.66, quien explica que "Si consideramos el coste de capital como el precio que paga la empresa por estos fondos obtenidos de sus cesores (*sic*), por estructura habremos de referirnos a la relación básica, permanente y proporcional entre los valores de mercado de las acciones, obligaciones y otras fuentes de financiación de la empresa."

⁶⁷⁷ J. Fred WESTON y Eugene BRIGHAM (1987): *Finanzas en Administración* (traducc. Jaime Gómez Mont Araiza), Nueva Editorial Interamericana, México, p. 2.

críticas, el depósito de los fondos a fin de obtener un retorno mayor de parte del sistema bancario⁶⁷⁸.

Las principales decisiones de la administración financiera redundarán, en definitiva, en la delimitación de la razón entre ambas fuentes de financiación. La relación entre “deuda” y “capital” se suele denominar “apalancamiento”, dado que “las deudas ejercen sobre la rentabilidad financiera de la empresa o rentabilidad de los accionistas un efecto similar al de una palanca, y de ahí la utilización de la denominación “efecto palanca” para referirse al efecto que sobre la rentabilidad financiera ejerce el grado de endeudamiento, aumentándola sensiblemente en épocas de prosperidad, cuando la rentabilidad económica es superior al coste del endeudamiento, y disminuyéndola en igual proporción en épocas de crisis, cuando la rentabilidad económica se sitúa por debajo del coste del capital ajeno”⁶⁷⁹.

La utilización de uno u otros recursos no es indistinta ni para la dirección ni para los socios, por cuanto estas decisiones también afectan la valoración total de la empresa. Para el enfoque tradicional, la mezcla entre la obtención de recursos vía capital o endeudamiento puede redundar en una mayor o menor valoración, de manera que se postula un uso juicioso del apalancamiento⁶⁸⁰. Al contrario, la teoría de Modigliani - Miller pretende probar que la estructura del capital, en un mercado perfecto, no incide en una diferente valoración⁶⁸¹. Ello dado que la misma resultará no de la diversificación de deuda y capital, sino de los riesgos subyacentes de la actividad. Explica VAN HORNE que “el apoyo de esta posición descansa en la idea de que los inversores pueden sustituir el apalancamiento personal por el corporativo, duplicando por ello cualquier estructura de capital que la empresa pudiera emprender. Puesto que la compañía no puede hacer algo por sus accionistas (apalancamiento) que ellos no

⁶⁷⁸ Se refiere lo anterior al denominado costo alternativo del capital para los inversores: es lógico que estos no estarán dispuestos a mantener una inversión cuya rentabilidad no es al menos igual a la que supone un depósito bancario habida cuenta del mayor riesgo asumido. Nos indica Andrés S. SUÁREZ SUÁREZ (1991): *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiamiento de la Empresa*, Pirámide, Madrid, p. 531, que “el concepto de coste de capital no se puede desligar del objetivo o finalidad de la empresa. Así, aceptando como objetivo general de la misma el consistente en maximizar la riqueza de sus accionistas, esto es, en maximizar el valor de mercado de sus acciones, el coste del capital o coste del pasivo se define como la tasa de retorno o tipo de rendimiento interno mínimo que toda inversión debe proporcionar para que el valor de mercado de las acciones de la empresa en cuestión se mantengan sin cambio.”

⁶⁷⁹ SUÁREZ, 1991, p. 533

⁶⁸⁰ James C. VAN HORNE (1997), *Administración Financiera* (traducc. María del Carmen Paniagua Gómez de Reyes), Pearson Educación, México, p. 261, quien agrega que “el enfoque sugiere que la compañía puede disminuir inicialmente su costo de capital y elevar su valor total por medio del apalancamiento.”

⁶⁸¹ Teoría que fuera originalmente planteada por Franco MODIGLIANI y Merton H. MILLER (1958): “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *A.E.R.*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.

puedan hacer por sí mismos, los cambios en la estructura del capital no tienen valor en el mundo de mercados perfectos de capital que suponen MM⁶⁸².

Sin embargo, es evidente que la posición de Modigliani – Miller, si bien es ilustrativa de las decisiones de la administración en abstracto, no se ajusta totalmente a la realidad financiera. Ello dado que no es posible encontrar un mercado perfecto (que sólo resulta de un ideal), sino que son múltiples las imperfecciones que los agentes económicos emplean en su provecho para obtener mayores ventajas económicas. En el caso que nos preocupa, la doctrina económica nos señala dos principales incorrecciones:

En primer lugar, el aspecto tributario. Nos aclara VAN HORNE que “la ventaja de la deuda en un mundo de impuestos corporativos es que los pagos por intereses son deducibles de impuestos como gasto. Eluden los gravámenes a nivel corporativo, en contraste con los dividendos o ganancias retenidas asociados con las acciones, que no son deducibles para propósitos fiscales. En consecuencia, la cantidad total de pagos disponibles tanto para acreedores como para los accionistas es mayor si se utiliza la deuda⁶⁸³. De lo anterior resulta el atractivo de la deuda como vía de financiación de la empresa.

Sin embargo, esta posición no puede plantearse hasta el infinito, por las consecuencias de otras imperfecciones del mercado. De ahí que, *en segundo lugar*, debamos referirnos a los denominados “costes de la quiebra”. Mientras mayor sea el apalancamiento de la empresa, mayores son los riesgos de incurrir en cesación de pagos. A mayor nivel de endeudamiento, la situación de riesgo aumenta, lo que hace desmerecer la valoración de la empresa, perjudicando a los accionistas e incumpliendo la finalidad esencial de la administración financiera antes apuntada.

De lo anterior resulta que, aún para las correcciones efectuadas a la teoría de Modigliani – Miller, deberá estimarse la existencia de una situación óptima de obtención de recursos, mezclando la financiación vía capital y el endeudamiento, en una situación intermedia que no se vea sensiblemente afectada por las imperfecciones generadas por los tributos ni por los costes de quiebra. La función entre uno y otro no es idéntica para todas las empresas, sino que depende de un análisis casuístico que toma en cuenta, entre muchos otros, factores tales como el mercado específico, la regulación aplicable y la madurez de la empresa.

Un nuevo elemento entra a escena cuando surgen los llamados “híbridos financieros”. Éstos son formas de financiación que corresponden a una de las categorías genéricas antes indicadas (deuda o capital), pero que pretenden emular, hasta donde sea posible, las características del otro grupo sin perder su

⁶⁸² VAN HORNE, 1997, p. 263

⁶⁸³ VAN HORNE, 1997, p. 266.

individualidad⁶⁸⁴. Nos señala FERNÁNDEZ DEL POZO que la “generalización en los mercados internacionales de las emisiones de deuda con rasgos híbridos de capital es un fenómeno relativamente reciente. Arranca en Europa de mediados de los años ochenta del siglo pasado”, para lo cual ejemplifica con la emisión de deuda perpetua y subordinada, autorizada por el Banco de Inglaterra en 1984 (“*perpetual subordinated debt*”)⁶⁸⁵.

La distinción de capital y deuda, basada principalmente en el pago residual de la primera y de la falta de integración a la sociedad de la segunda, tienen una significación jurídica crucial, pero un escaso valor económico⁶⁸⁶. Por ello, la elaboración económica y jurídica de los híbridos financieros tiene una serie de razones, que se sitúan generalmente en un mejor rendimiento tributario (tomando en consideración la divergencia de régimen aplicable a la deuda respecto al capital), el fortalecimiento de los recursos propios de la empresa (mediando una diversificación de fuentes de financiación más allá del capital), cuestiones de índole política (en relación con la adquisición o no de un control societario de la entidad financiada), el establecimiento de mecanismos retributivos que se ajusten de mejor modo a los niveles de riesgo tolerados por los inversores, por sólo mencionar algunos ejemplos⁶⁸⁷.

Las financiaciones subordinadas constituyen “híbridos financieros”, en tanto indudablemente se trata de instrumentos de deuda, pero pretenden acercarse al comportamiento del capital en razón de su posición degradada en la escala de prelación⁶⁸⁸. Dicho en otros términos, la financiación subordinada, estructurada sobre la base de una subordinación general, puede resultar en un recurso de mayor aproximación a la obtención de recursos vía capital, sin acarrear las consecuencias contrarias de esta clase de financiación - por ejemplo, la dilución y la pérdida del control -, ni la privación de las ventajas tributarias apuntadas para el endeudamiento⁶⁸⁹. Tanto es así que con la primera aparición de las financiaciones

⁶⁸⁴ MCCORMICK / CREAMER, 1987, p.2, señalan que los híbridos financieros pueden tener las características que legalmente se asocian a una clase de instrumentos (de deuda o de capital), pero también gozan de ciertas características económicas de la otra clase o tienen la posibilidad de convertirse en ella.

⁶⁸⁵ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 17.

⁶⁸⁶ MCCORMICK / CREAMER, 1987, p. 2.

⁶⁸⁷ Como referencia a un amplio listado de los híbridos financieros vigentes al mes de abril de 2009, calificados por Moody's, puede consultarse <http://www.moodys.com/moodys/cust/content/Content.aspx?source=StaticContent/Rating%20Lists/hybrids.pdf>. (consultada el 20 de junio de 2010)

⁶⁸⁸ MCCORMICK / CREAMER, 1987, p. 51.

⁶⁸⁹ Sin perjuicio que, como indica MARTÍNEZ SANCHIZ, AAMN 28 (1988) p. 165, “es más, el crédito subordinado contará, a nuestra manera de ver, con una interesante ventaja de índole fiscal: los intereses abonados y el capital reembolsado constituirán carga del ejercicio que será deducible del Impuesto sobre Sociedades. Su régimen, siendo préstamos, habrá de ser propio de éstos.”

subordinadas de alto riesgo (“*high yield bonds*”, “*junk bonds*” o “bonos basura”) en la década de los ochenta, los economistas sarcásticamente se referían a ella como “capital camuflado para engañar a la autoridad tributaria” o como “capital con un lazo”⁶⁹⁰.

Ya hemos referido lo anterior desde la perspectiva de la asimilación al capital propio, pero nos interesa retomar el punto a efectos de revisar la situación a la que se enfrenta la empresa al tiempo de necesitar nuevos recursos para el desarrollo de la actividad. En este punto, nos indica RETOUT que las empresas han encontrado en la emisión de títulos subordinados un modo de reforzar sus fondos propios recurriendo a capitales externos sin diluir su participación y manteniendo sus niveles de control y rentabilidad⁶⁹¹.

Sin embargo, esta afirmación requiere de ciertas aclaraciones: la empresa recurrirá al mecanismo de la emisión de deuda subordinada en lugar de aumento de capital en tanto su posición económica y prestigio financiero sea de tal nivel que incentive a terceros la adquisición de títulos subordinados⁶⁹². Al contrario, de tratarse de un emisor situado en mal pie, difícilmente encontrará inversores interesados en la adquisición de sus títulos, a menos que se estructure conforme al entendimiento y bajos las condiciones del salvamento de una empresa en crisis (*infra*, Capítulo IV, 1.3.1.b).

Luego, la empresa acudirá a esta suerte de financiación en tanto se pretendan obtener recursos importantes, normalmente asociados a ciertos proyectos específicos, de manera que los niveles de riesgo comprometidos podrán ser conocidos por los eventuales inversores, sea mediante procesos de “*road shows*”, en los propios prospectos de emisión, o en cualquier otra instancia que amerite publicidad. Ello significa que no es común que el emisor recurra a esta clase de financiaciones para fines generales, en tanto éstas suponen una tasa de interés mayor habida cuenta del mayor riesgo comprometido⁶⁹³. Asimismo, y dada la necesidad de obtener montos

⁶⁹⁰ Richard MENDALES (1991): “The new junkyard of corporate finance: the treatment of junk bonds in bankruptcy”, *Wash. U. L. Q.*, No. 69, pp. 1.144 y 1.145.

⁶⁹¹ RETOUT, 1995, p. 85.

⁶⁹² Nos plantea FERRÉ, 2006, p. 226, que “Esta situación fue la que hizo florecer los ejemplos de emisiones subordinadas de bonos y obligaciones en el mercado financiero internacional y las sigue convirtiendo hoy en día en un destacado mecanismo de financiación, cada vez más utilizado por empresas de sectores industriales o de servicios, habida cuenta de que, además, permiten la captación de nuevos fondos que confiarán en la imagen de solvencia que muestre la sociedad deudora...”

⁶⁹³ Nos comenta FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 323, que “su “calidad”, medida por la idoneidad para la cobertura de riesgos, es mucho peor que la de los otros recursos financieros de primera clase. Además, el mayor riesgo asociado a la “participación” en resultados, cualquiera que sea la técnica de instrumentalización, se compensa con retribuciones más elevadas (tipos de interés más altos) que la de otras normas de financiación (de ahí el peligro de los llamados “bonos basura” o “*junk bonds*”). Por todas estas razones debe evitarse que la financiación subordinada tenga un peso excesivo sobre

elevados, lo normal será que la empresa recurra a la emisión de bonos subordinados, de manera de acceder al mercado de capitales - y no tan solo al mercado bancario-, pero sólo de manera de configurar recursos complementarios.

La cláusula de subordinación implica, desde luego, que el inversor soporta un nivel de riesgo similar al de los socios de la empresa, aunque un poco menor, dado que las aportaciones de estos últimos calificarán siempre como pasivo no exigible. De ello devienen ciertas consecuencias importantes en esta estructura: *primero*, significará que los acreedores subordinados exigirán una retribución superior dado el mayor nivel de riesgo asumido; y, *segundo*, que la emisión de esta clase de deuda no impactará sustancialmente en los otros compromisos financieros de la empresa, de modo de no alterar su clasificación de riesgo. Lo anterior suele tener importancia respecto a la práctica comercial de incorporar la denominada cláusula “*pari passu*” en los contratos de financiación, la cual tiene por objeto que, en caso que el deudor requiera obtener nuevos fondos, los nuevos créditos no tengan preferencia alguna respecto a los créditos existentes. Por medio de la subordinación general, se logra el objetivo anterior a la vez que no se incumple la obligación de hacer antes apuntada⁶⁹⁴.

b. La subordinación general como mecanismo de solución de la crisis patrimonial:

Ya veremos cómo las situaciones de crisis patrimonial pueden resolverse mediante el esquema de la subordinación particular: se busca un nuevo financiador que – cual salvador – otorgue nuevos fondos a la empresa en crisis a condición de que el resto de los acreedores (o al menos los más cercanos) subordinen sus créditos al cumplimiento de la nueva financiación (*infra*, Capítulo IV, 2.3). Un inconveniente de este mecanismo es que no sólo requiere de la negociación con el acreedor beneficiario - que más que negociación parecerá una imposición de parte de quien representa su última “tabla de salvación”-, sino especialmente con los demás acreedores, a efectos de convencerles de las bondades de la degradación de sus créditos. Supone, asimismo, encontrar a un acreedor específico interesado en desempeñar la función mesiánica de la refinanciación, obviando la posibilidad de acceder al mercado en general en búsqueda de nuevos recursos.

La alternativa de la subordinación general como mecanismo de saneamiento de las empresas en dificultad puede lograrse de variadas maneras:

La primera consiste básicamente en que ciertos acreedores – normalmente los más cercanos al deudor y los con menores posibilidades de cobro en sede concursal – acuerden la subordinación general de sus créditos de forma tal de evitar la apertura del

la estructura del capital o que pierda su carácter complementario para convertirse en un sustitutivo de la verdadera capitalización.”

⁶⁹⁴ De incumplirse con dicha obligación, suele estipularse el vencimiento anticipado de la deuda existente.

proceso e incrementar los recursos disponibles del deudor como respaldo a las nuevas financiaciones⁶⁹⁵. El primer efecto nos recuerda la fórmula alemana del *Rangrücktrittforderungen* a forma de evitar el sobreendeudamiento (“*Überschuldung*”)⁶⁹⁶; el segundo, deriva de la asimilación económica de los créditos generalmente subordinados a los fondos propios del deudor.

En este contexto encontramos también la referencia del artículo 100.2 LC, que admite la conversión del crédito en participativo, y, por tanto, en subordinado a los demás acreedores del deudor. Opción ésta que, insertada en el campo del convenio, no ha impedido la apertura del concurso, pero al menos no la ha llevado a la fase de liquidación patrimonial del deudor. El acreedor que ve perjudicadas sus posibilidades de cobro no sólo opta por la continuidad de la empresa, sino que apuesta por sus utilidades futuras, sea en forma de dividendos o de retribución participativa, según el caso⁶⁹⁷.

La segunda fórmula se basa únicamente en la idea del refuerzo a los recursos propios del deudor. En su consideración, y sobre la base de la subordinación, la década de los ochenta ofreció la alternativa de los préstamos participativos como mecanismo de reconversión y reindustrialización⁶⁹⁸. El elemento de la subordinación – como requisito estructural de la figura – supone no sólo la dilación en el pago de la retribución hasta la obtención de beneficios, sino que ensancha las espaldas financieras del deudor bajo la idea del “cuasi-capital”. Además, como agrega MARTÍNEZ SANCHIZ, a diferencia del reintegro del capital, “el préstamo subordinado no traería consigo la pérdida del reembolso, una vez superado el endeudamiento inicial. A tal fin, para cumplir el rol previsto, el reembolso habría forzosamente de esperar al término de la situación que se pretende paliar... Se trataría, en definitiva, de un préstamo con reembolso condicionado a la desaparición del sobreexceso de pérdidas, y al mismo tiempo, de último rango”⁶⁹⁹.

Pero también nos interesa destacar que la posibilidad de recurrir a la subordinación voluntaria, general y originaria, como mecanismo de solución de crisis, posibilita la creación de un nicho en el mercado de capitales para empresas sumamente riesgosas. Lo anterior tiene cabal importancia para los inversores que buscan una altísima rentabilidad de sus fondos, pero siempre sobre la base de la diversificación de inversiones. A esta alternativa nos referiremos en el apartado siguiente, bajo el curioso pero sugerente nombre, de “bonos basura”.

⁶⁹⁵ WOOD, 1990, p. 3, agrega que por esta vía también se convence a los acreedores – especialmente los bancarios – de no dar inicio a los procedimientos concursales habida cuenta de la mayor garantía de pago a sus créditos.

⁶⁹⁶ FERRÉ, 2006, p. 227.

⁶⁹⁷ Respecto al artículo 100.2 LC, *vid. supra*, Capítulo II, 3.1.

⁶⁹⁸ MARTÍNEZ SANCHIZ, AAMN 28 (1988), pp. 163 y 164.

⁶⁹⁹ MARTÍNEZ SANCHIZ, AAMN 28 (1988), p. 164.

c. ***Sobre la utilización de las financiaciones subordinadas como obligaciones de alto riesgo: la historia de los "bonos basura":***

La cruel denominación de los bonos basura apunta a una clase de obligaciones emitidas sin llegar a la calificación de "*investment grade*" por al menos una de las grandes agencias clasificadoras de riesgo⁷⁰⁰. Generalmente utilizadas en el contexto de la adquisición de empresas ("*leveraged buy-out*" o "*LBO*"), los "bonos de alto rendimiento" (en su denominación más técnica) no son necesariamente obligaciones subordinadas, pero pueden serlo a efectos de incrementar su riesgo y situarlos en las fronteras del capital⁷⁰¹. De hecho, los diversos modelos de bonos de alto riesgo permiten también la utilización de diferentes formas de subordinación, sean generales o particulares. Una idea sobre las alternativas es ofrecida por MASCAREÑAS, al explicar que éstos "pueden ser de varios tipos, siendo el más común el consistente en un bono subordinado convertible en acciones ordinarias de la empresa emisora y con posibilidad de ser amortizado anticipadamente por ésta (con lo que se anima a los inversores a ejercer su derecho de conversión). Otras versiones consisten, por ejemplo: en un bono subordinado ordinario (amortizable anticipadamente por el emisor) que va acompañado de un *warrant*, que permite la adquisición de un número determinado de acciones ordinarias de la empresa emisora a un precio y plazo prefijados; o pagarés de empresas también subordinados a la deuda principal de la compañía; o bonos cupón cero; o la emisión de bonos subordinados con unos cinco años de carencia de amortización (el denominado "tramo B", de moda en los años 90)"⁷⁰².

Con gran éxito en la década de los ochenta, fueron denostados en los noventa por su terrible rendimiento. Tómese en cuenta la historia del primer "bono basura": en 1977, *Texas International, Inc.*, una pequeña compañía en la industria del petróleo, había agotado las fuentes regulares de financiación (préstamos bancarios y emisiones de deuda) aún cuando continuaba necesitando de capitales frescos para crecer. La solución fue creada por el banco de inversión *Drexel Burnham Lambert*, en particular por el ejecutivo Michael Milken, quien ofreció a los inversores una emisión de obligaciones por un total de 30 millones de dólares. Dado que se trataba de una empresa desconocida en las grandes ligas, se ofreció una tasa de interés de 11,5% (más de 150% por sobre la tasa promedio de mercado). La recepción por parte del mercado no pudo

⁷⁰⁰ *Investment grade* significa una calificación de al menos "BBB-" por parte de Standard & Poor's o de al menos "Baa3" por parte de Moody's.

⁷⁰¹ A inicios de los noventa, el mercado norteamericano de deuda subordinada superaba los trescientos cincuenta billones de dólares, de los cuales el sesenta y cinco por ciento correspondía a mecanismos de financiación para la adquisición de empresas (*LBO*). *Vid.* Joseph RIZZI (1990): "Current developments in the subordinated debt market: A senior lender's view", *Commer. Lend. Rev.*, No. 5.4, p. 29.

⁷⁰² Juan MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO (1998): "Los bonos basura un "viejo" instrumento financiero que goza de buena salud", *Diario Expansión* de fecha 7 de abril de 1998. Recurso electrónico disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/doc/exp1.htm> (consultada el 20 de junio de 2010).

ser más calurosa e incluso en julio de 1978 se emitió una segunda serie por 20 millones de dólares adicionales. Pero la tempestad llegó en abril del año 1988, cuando el emisor solicitó la declaración de su propia quiebra, dando inicio a un tortuoso periodo de dos años de reestructuración. Para esa fecha, cada bono, que originalmente costaba mil dólares, pasó a valer menos de doscientos. La solución final fue la siguiente: los tribunales aprobaron el plan que creaba una nueva compañía, entregando todas las acciones a los titulares de los bonos⁷⁰³.

¿Por qué se llegó a este extremo? Pues bien, las emisiones de deuda de alto rendimiento no sólo suponen el incremento del nivel de riesgo vía subordinación, sino que – a diferencia de las emisiones ordinarias – no cuentan con un sofisticado nivel de obligaciones adicionales que pretenden rebajarlo (“*covenants*”), concediendo al obligacionista un cierto control sobre las actividades del emisor, sea exigiendo la realización de ciertas conductas (obligaciones de hacer) o impidiendo o limitando su concreción (obligaciones de no hacer)⁷⁰⁴. El inversor conoce de antemano el máximo riesgo al que se expone y de ahí que exija una muy alta remuneración, pero el emisor – liberado de las trabas que implica la supervisión de sus acreedores – cae en las redes del riesgo moral. De ahí la mala fama de esta clase de instrumentos.

A fin de resolver este problema, la práctica financiera fue proponiendo el incremento de las facultades y poderes de control de la deuda subordinada (“*junior creditor*”). Esta solución no calzó bien con la finalidad de la herramienta, sobre todo desde la perspectiva de los acreedores beneficiarios (“*senior creditors*”) que sólo estaban dispuestos a conceder más crédito si contaban con el control casi absoluto de los destinos de la empresa, sin tener que entrar en negociaciones con la deuda inferior⁷⁰⁵.

Pero los “bonos basura” no murieron, sino que se revitalizaron en la última fase de los noventa, sobre todo por la rebaja sistemática de las tasas de interés ofrecidas por los bonos que sí cumplían con el “*investment grade*”⁷⁰⁶. La existencia de inversores así dispuestos a correr el riesgo, aunque ahora de modo más limitado que el original, les han hecho renacer. La pregunta es si han podido resistir la reciente crisis económica, atendiendo que Moody’s ha estimado en mayo de 2009 que la tasa de impagos de esta clase de bonos pueda llegar al veintiún por ciento⁷⁰⁷.

⁷⁰³ Harlan D. PLATT (1994): *The First Junk Bond: A Story of Corporate Boom and Bust*, M.E. Sharp, Nueva York, p. xiii.

⁷⁰⁴ Paul H. HUNN (1990): “Subordinated debt: Implications for senior creditors”, *Commer. Lend. Rev.*, No. 5.2, p. 36.

⁷⁰⁵ RIZZI, *Commer. Lend. Rev.* 5.4 (1990), p. 31.

⁷⁰⁶ MASCAREÑAS, *Diario Expansión* de 7 de abril de 1998 (recurso electrónico).

⁷⁰⁷ Periódico “Cinco Días”, en edición del 6 de mayo de 2009.

1.3.2. *Situación de las personas jurídicas de derecho público y de los concesionarios de obras públicas*

El caso de las personas jurídicas de derecho público - generalmente empresas estatales - tiene una particularidad adicional a las ya apuntadas respecto a las empresas privadas: la opción de la financiación por vía de aumento de capital queda relegada, a menos que se desee una privatización total o parcial⁷⁰⁸. La elección entre una u otra vía de financiación resultará, en consecuencia, de ciertos criterios políticos en relación con los destinos generales de la empresa más que de las ventajas económicas de una u otra alternativa.

La opción por el endeudamiento puede resultar más atractiva para los inversores si la financiación se acerca a los destinos del negocio, configurando una mayor dependencia entre retribución y resultados. Con ello, la entidad pública logra traspasar al menos parte del riesgo operativo a los financiadores externos, de un modo más cercano al de los socios o accionistas de las empresas privadas. Uno de los mecanismos adecuados para tales fines será la emisión de deuda subordinada, sino incluso de préstamos participativos. De hecho, esta solución se reguló especialmente en el Derecho francés, de manera que los préstamos participativos concedidos a entidades públicas requieren necesariamente de una cláusula de participación, a modo de aminorar la tasa de interés que supone la subordinación del crédito (artículo 313-19 del *Code Monétaire et Financière* francés)⁷⁰⁹. En el Derecho español, en cambio, no encontramos una regulación similar.

Donde sí existen ciertas particularidades respecto a la financiación por medio de préstamos participativos es en el ámbito de las concesiones de obras públicas. Así, esta clase de préstamo fue incorporada como una de las fórmulas de financiación privada a contar de la Ley 13/2003, de 23 de mayo, reguladora del contrato de concesión de obras públicas, modificando los términos originales de la LCAP, cuyo texto refundido quedó contenido en el RDLeg 2/2000, de 16 de junio⁷¹⁰. Esta regulación se encuentra hoy en vigor aún después de la promulgación de la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos del Sector Público, que derogó el citado texto refundido, con excepción del Capítulo IV del Título V del Libro II, comprensivo de los artículos 253 a 260, ambos inclusive⁷¹¹.

⁷⁰⁸ Así, RETOUT, 1995, pp. 83 y 84, y FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 312.

⁷⁰⁹ Blandine CORDIER (1989): *Le Renforcement des Fondes Propres dans les Sociétés Anonymes*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París, p. 281 y 283.

⁷¹⁰ Los préstamos participativos ya se habían utilizado como financiaciones de ciertas concesiones, como es el caso de la autopista León-Astorga, según da cuenta el artículo 9 del RD 309/2000, de 25 de febrero, por el que se adjudicó la concesión administrativa para la construcción, conservación y explotación de lo autopista de peaje León-Astorga.

⁷¹¹ El Proyecto de Ley de Captación de Financiación en los Mercados por los Concesionarios de Obras Públicas (disponible en www.congreso.es, consultada el 20 de junio de 2010) mantiene la

Junto con el préstamo mercantil, el crédito hipotecario y la emisión de obligaciones y títulos, la referencia particular a los préstamos participativos se encuentra en el artículo 259 LCAP, que dispone:

- “1. *Se admiten los créditos participativos para la financiación de la construcción y explotación, o sólo la explotación, de las obras públicas objeto de concesión. En dichos supuestos la participación del prestamista se producirá sobre los ingresos del concesionario.*
2. *El concesionario podrá amortizar anticipadamente el capital prestado en las condiciones pactadas.*
3. *Excepcionalmente, las Administraciones públicas podrán contribuir a la financiación de la obra mediante el otorgamiento de créditos participativos. En tales casos, y salvo estipulación expresa en contrario, el concesionario no podrá amortizar anticipadamente el capital prestado, a no ser que la amortización anticipada implique el abono por el concesionario del valor actual neto de los beneficios futuros esperados según el plan económico-financiero revisado y aprobado por el órgano competente de la Administración en el momento de la devolución del capital.*
4. *La obtención de estos créditos deberá comunicarse al órgano de contratación en el plazo máximo de un mes desde la fecha en que cada uno hubiera sido concedido.”*

Como señala PAREJO, la mención al préstamo participativo parece innecesaria dado que la condición de concesionario no implica una limitación en la capacidad jurídica de la sociedad concesionaria, que, en consecuencia, puede celebrar cualquier suerte de contrato sin necesidad de declaración legal expresa. La referencia normativa tiene sentido, en cambio, dado que en el ámbito concesional late con fuerza el interés público, ameritando una cierta regulación particular⁷¹².

Para tales efectos, el citado artículo 259 LCAP contiene un doble régimen: *por una parte*, el régimen ordinario, denominado como tal en cuanto sólo *aparentemente* no contiene mayores particularidades respecto al régimen del préstamo participativo

referencia a los préstamos participativos como mecanismo de financiación. Al respecto, la normativa proyectada sólo pretende aclarar el régimen jurídico aplicable a su amortización anticipada, disponiendo la necesidad de ampliar correlativamente los fondos propios del prestatario (conforme a los términos del artículo 20 del RDL 7/1996) y del abono de la comisión de reembolso fijada en el momento de la concesión del crédito (si el préstamo ha sido dado por la entidad concedente).

⁷¹² Roberto PAREJO GAMIR (2004): “Financiación privada de la concesión de obra pública”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas*, Thomson Civitas, Madrid, p. 1.318.

contenido en el RDL 7/1996; y, *por la otra*, el régimen especial para los casos en que el financiamiento vía préstamo participativo sea concedido por las propias Administraciones públicas.

El primer sistema – aún calificado como ordinario - amerita ciertas precisiones. La forma de participación en los resultados de la empresa se restringe imperativamente a una fórmula relativa a los ingresos de la concesionaria. Ello, a diferencia del artículo 20.1.a) del RDL 7/1996, que establece una mayor libertad en el modo de configurar la participación, a modo de interés variable referido de cualquier forma a la evolución de la empresa. Creemos que la referencia exclusiva a los ingresos contenida en el artículo 259 LCAP da cuenta de la natural forma de retribución del préstamo participativo y la que de mejor manera se ajusta a los propósitos de las partes⁷¹³. Así, la referencia a los ingresos permitirá a la concesionaria remunerar al concedente sólo en cuanto se obtengan verdaderas utilidades de la concesión, y no se adelanten los mayores niveles de retribución a circunstancias que pueden deteriorar la posición económica del prestatario.

Por su parte, y conforme explica VALCARCEL, en la Memoria que acompañaba el Anteproyecto de Ley de Concesión de Obras Públicas “se explicaba que esta opción responde a un intento de simplificar lo máximo posible *«la participación en el negocio concesional de acreedores que, en principio son ajenos a la concesión y no gozan de los privilegios de los acreedores hipotecarios o de quienes lo son por haber invertido en títulos negociables sobre los derechos de cobro del concesionario»*”⁷¹⁴. Admitiendo que en este caso estamos ante una limitación de la libertad contractual, PAREJO agrega que “se persigue con ello indudablemente, de un lado evitar que puedan quedar burlados los derechos del acreedor en virtud de juegos contables del prestatario concesionario; pero también se protege al propio concesionario (y con ello el interés general de la obra pública), evitando endeudamientos desorbitados o fraudulentos”⁷¹⁵.

⁷¹³ Una participación referenciada a los beneficios de la empresa implica que el concedente asume el riesgo que no existan utilidades en un determinado periodo, lo que implicará la falta absoluta de remuneración o sólo del pago del interés mínimo, en caso de haberse pactado. Ello se aviene bien con la estructura normal del préstamo participativo en razón de que el prestatario sólo deberá pagar un mayor nivel retributivo en caso que el negocio esté rindiendo frutos, de manera de compartir efectivamente el riesgo de la operación con el concedente. Como señala Elisabeth BUSTOS CONTELL (2002b): *Préstamo Participativo: Instrumento de Financiación de las Pymes*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid, p. 43, “éste es el índice que utilizan las sociedades de capital público o mixto (público y privado) que actualmente están concediendo préstamos participativos a las Pymes. El motivo se encuentra en que de esta manera se protege la continuidad de la empresa, evitando que ésta tenga que afrontar el pago de un alto tramo variable durante los ejercicios difíciles.”

⁷¹⁴ Patricia VALCARCEL FERNÁNDEZ (2006): *Ejecución y Financiación de Obras Públicas. Estudio de la Obra Pública como Institución Jurídico-Administrativa*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 396.

⁷¹⁵ PAREJO, 2004, pp. 1.319 y 1.320.

Además, este régimen ordinario del préstamo participativo supone una libertad de amortización anticipada por parte de la concesionaria, sujeto sólo al pacto particular entre prestatario y concedente. Ello, a diferencia del sistema general, que en el artículo 20.1.c) del RDL 7/1996 consagra ciertas limitaciones a tal pago anticipado sobre la base del establecimiento de cláusulas penales y a la necesidad de compensar con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios⁷¹⁶. Nuevamente se trasluce aquí un interés general, por cuanto se desea que la concesionaria no quede atada a esta forma de financiación, liberándole de las trabas establecidas en el régimen general⁷¹⁷. Sin embargo, esta solución desatiende que la finalidad de dicha limitación, que redundaba principalmente en una protección a los terceros acreedores, para quienes los fondos recibidos han pasado a cumplir una función de garantía similar a la del capital social, y por ello necesitan de cierta estabilidad⁷¹⁸.

Finalmente, y he aquí un punto en común con el régimen especial de préstamos participativos otorgados por las Administraciones públicas, su obtención debe ser comunicarse al órgano de contratación en el plazo máximo de un mes desde la fecha en que hubiera sido concedido.

Respecto al régimen especial de las financiaciones otorgadas por las Administraciones públicas, debemos revisar los términos del artículo 259.3 LCAP. Sobre el particular, nos parece importante dar cuenta de que la concesión de préstamos participativos por estas Administraciones, como señala la propia norma, debe considerarse excepcional. Pero esta característica engrazaba mejor con los términos del hoy derogado artículo 224.3 LCAP, que justificaba las financiaciones públicas por *“razones de rentabilidad económica o social, o concurren singulares exigencias derivadas del fin público o interés general de la obra objeto de concesión”*. Actualmente, sólo quedan los términos más amplios del artículo 239 de la Ley 30/2007 (antes, artículo 247 LCAP), que sólo requiere que el objeto de las aportaciones sea garantizar la viabilidad económica de la explotación de la obra. De hecho, sólo a partir de tal excepcionalidad es posible comprender un régimen particular para los préstamos participativos.

Pero esta regulación especial sólo resulta en el establecimiento de una nueva limitación a la amortización anticipada del préstamo, requiriendo que el concesionario efectúe un abono del valor actual neto de los beneficios esperados según el plan económico-financiero revisado y aprobado por el órgano competente de la Administración en el momento de la devolución del capital. Como hemos señalado en

⁷¹⁶ En contra, PAREJO, 2004, p. 1.320, quien cree que, ante el silencio legal, debe cumplirse con la exigencia del RDL 7/1996 sobre la necesidad de ampliar los fondos propios de la prestataria. No creemos que sea éste el espíritu de la norma, quedando de manifiesto en los términos amplios del artículo 259 LCAP y en el hecho que, de haber sido esta su intención, toda la regla contenida en su número 2. sería innecesaria.

⁷¹⁷ VALCARCEL, 2006, p. 397, quien cita nuevamente la Memoria del Gobierno que acompañó el Anteproyecto de Ley de Concesión de Obras Públicas.

⁷¹⁸ Vid. BUSTOS, 2002b, p. 23; SEBASTIÁN, CDC 9 (1991), p. 153; y COLINO, RdS 10 (1998), p. 479.

relación con el sistema ordinario, la liberalización de la posibilidad de pago anticipado del préstamo participativo redundará principalmente en una desprotección a los terceros acreedores. Ahora bien, para el caso de este régimen particular, puede comprobarse que el efecto antes descrito se mantiene por dos razones: *primero*, porque la limitación dispuesta admite pacto en contrario, y, *luego*, porque la idea detrás de esa norma se sitúa en una protección únicamente del concedente del crédito (en este caso, las Administraciones públicas). En pocas palabras, detrás de esta norma se encuentra igual justificación a aquella que permite el establecimiento de una cláusula penal para el caso de amortización anticipada, admitida por el artículo 20.1 del RDL 7/1996, aunque en este caso se valoriza la penalización según el valor actual neto de los beneficios esperados⁷¹⁹.

2. Función económica de la subordinación particular

2.1. *La multiplicidad de funciones de la subordinación particular*

La idea de la subordinación como herramienta de asimilación a los fondos propios le concede a los negocios de posposición general un cariz unidimensional. La graduación en último rango coloca al acreedor subordinado en una posición desmejorada que probablemente implicará que no recibirá pago alguno en sede concursal. De ahí que no logren vislumbrarse más incentivos para los acreedores que la recepción de una mayor retribución proporcional al riesgo asumido, absorbiendo las ventajas de optar por la alternativa del endeudamiento frente a la aportación societaria.

Sin embargo, la subordinación particular se resuelve siguiendo igual lógica que otras formas de “garantía” o de refuerzo de la posición jurídica de un acreedor frente a otros. De ahí que se presente en cualquier mecanismo de financiación en que se

⁷¹⁹ Nuevamente, VALCARCEL, 2006, p. 397 cita la Memoria del Gobierno, que señalaba que “una amortización anticipada que no implicara el abono del valor presente de los beneficios futuros esperados, perjudicaría el legítimo interés en la participación de unos beneficios a cuya generación ha contribuido con aportación el capital público.”

En otras palabras, entendemos que la posibilidad de establecer una cláusula penal en el ámbito del préstamo participativo tiene su razón de ser para el supuesto de un pago anticipado voluntario por parte del prestatario, dando cuenta de la siguiente situación: al tiempo de contratar el préstamo participativo, el concedente y el prestatario tienen sólo una expectativa relativa a la obtención de beneficios de parte de la actividad desempeñada por esta última. Si dicha expectativa se frustra, ambas partes perderán. En cambio, de obtener beneficios, ambas partes sacan provecho, pero en diferentes sentidos: el concedente obtendrá una mayor retribución por el préstamo efectuado - que tiene su razón de ser en el mayor riesgo asumido-, situación que repercutirá en menores utilidades para el prestatario. La porción del detrimento dependerá de la configuración del interés variable, de manera que, de ser importante, podría incitar a buscar una fuente de refinanciación más barata, como un préstamo ordinario. Lo anterior podría ser viable dado que, a diferencia del tiempo en que se concedió el préstamo participativo, la empresa está rindiendo beneficios, lo que puede resultar atractivo para el mercado financiero. En consecuencia, la cláusula penal modula el riesgo de aprovechamiento del prestatario.

pretenda beneficiar a un determinado acreedor con un mejor derecho de cobro sin necesidad de recurrir a las formas típicas de las garantías reales. Estas últimas, articuladas como preferencias que pueden ser ejercidas sobre el valor de ciertos bienes del deudor, se exponen riesgos de pérdida o deterioro, de disminución de valor, o, incluso, quedan a merced de las acciones de reintegración o rescisión concursal por el hecho de poder afectar la masa activa del concurso.

La subordinación particular, en cambio, se manifiesta como un negocio que únicamente involucra a los acreedores y a las posiciones de sus créditos en un eventual concurso. El deudor, a lo más, actuará como promotor del acuerdo para satisfacerse de una nueva financiación, pero ninguno de sus bienes se verá directamente afectado como resultado del acuerdo que alcancen sus acreedores. Sin embargo, estas ventajas también supondrán un esfuerzo negociador en la que el acreedor que pretenda transformarse en beneficiario debe lograr justificar el mayor mérito de su crédito ante los demás acreedores.

Las razones para negociar este mejor derecho son amplísimas y responden, en general, a la idea de que el crédito beneficiario merece mayor seguridad en el pago (como en la subordinación de los acreedores internos o en el beneficio de un financiador de la empresa en crisis) o bien a la necesidad de crear diferentes tipos de instrumentos de financiación con diversos niveles de riesgo (como en el *mezzanine finance* y la emisión de bonos titulizados). Analicemos separadamente estos ejemplos.

2.2. *Mecanismo de garantía en el ámbito de la financiación de personas relacionadas*

En el mundo de las finanzas, las empresas pueden recurrir a diversas fuentes de financiación para desarrollar sus actividades económicas. El recurso a la financiación bancaria o al mercado de valores es evidente, pero siempre queda echar mano a los préstamos que pueden realizar sus personas relacionadas, tales como parientes, socios, administradores. La ventaja de esta clase de financiación se reflejará en las escasas garantías solicitadas y en la enorme rebaja de los costes de la operación, si es que se puede avistar algún coste importante.

En esta forma de financiación no se aprecia ningún efecto relevante para los terceros ajenos a la estructura societaria, a menos que la empresa entre en una fase patológica que pueda desembocar en el concurso de acreedores. La cercanía de las partes relacionadas no sólo podrán brindarle mayor información acerca de la situación real de la empresa, desembocando en una preferencia de hecho para el pago de sus créditos, sino que también puede implicar que parte de los fondos que se consigan de la realización del activo del deudor vuelva indirectamente a sus manos por medio de la satisfacción de los créditos de las personas relacionadas.

La multiplicación de este modo de financiación y de los casos en los acreedores externos se ven privados de una mejor satisfacción de sus créditos dada la presencia de

los *insiders* ha motivado la reacción de los ordenamientos jurídicos. Sin embargo, la práctica financiera ya había dado cuenta de ciertos mecanismos de protección para tales acreedores, aunque sólo los profesionales, mediante la lógica de los negocios de subordinación particular. De este modo, la degradación de los créditos termina beneficiando únicamente a los acreedores que ha impuesto su superioridad estratégica ante los *insiders*, obligándoles a subordinar sus créditos y garantías, cuestión que ha cobrado especial importancia en las técnicas de financiación de adquisiciones de empresas. Trataremos estos aspectos a continuación.

2.2.1. Régimen jurídico de los créditos de las personas especialmente relacionadas y su relación con los negocios de subordinación particular

La calificación concursal de la financiación por medio de créditos concedidos por personas especialmente relacionadas – en especial, socios y accionistas – excede la materia del presente trabajo⁷²⁰. El propósito de este apartado se circunscribirá entonces a la coordinación del régimen jurídico de los señalados créditos con el que corresponde a los negocios de subordinación particular, tomando en cuenta que el punto de coincidencia se da principalmente en estructuras de financiación de proyectos.

En la temática de la financiación interna destacan dos extremos: las razones que llevan a las personas relacionadas con el deudor (o “*insiders*”, en la terminología anglosajona) a elegir esta fórmula de inyección de recursos ante la alternativa del aumento de capital, y la necesaria protección de los acreedores externos⁷²¹.

Respecto a los motivos de la proliferación de la financiación interna, GUASCH da cuenta de las condiciones más favorables del crédito en atención a la ausencia de costes de agencia, la conservación de la capacidad crediticia de la sociedad ante los restantes agentes económicos, los menores costes de renegociación y la ausencia de limitaciones a la política de dividendos. Adicionalmente, y ya desde la idea de la estrategia financiera, destaca la disminución del riesgo de la inversión en comparación con la

⁷²⁰ Un estudio bastante más profundo sobre esta materia puede encontrarse en ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2005, *passim*; RAFAEL GUASCH MARTORELL (2004): “El régimen concursal de los préstamos de socios”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, Vol. 4, *passim*; Juan Luis IGLESIAS PRADA y Alberto VAQUERIZO ALONSO (2004): “Sobre la subordinación legal en el concurso de los créditos pertenecientes a las personas especialmente relacionadas con el deudor”, *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, *passim*; FERRÉ, 2006, pp. 321 - 592; ÁVILA DE LA TORRE, 2008, *passim*; y SEBASTIÁN, ADCO 15 (2008), *passim*.

⁷²¹ Sobre el particular, *vid.* ÁVILA DE LA TORRE, 2008, p. 161, quien observa que “Así pues se [la ley española] parte de la doctrina de la *equitable subordination* haciendo la traducción de *insiders* por personas especialmente relacionadas con el concursado, refiriéndose con ello a determinados sujetos que, o bien por su proximidad familiar o por su posición jurídica en el ámbito de una determinada sociedad, pueden ser susceptibles de estar mejor informados, ser mejor conocedores de la situación del concursado o, lo que es más importante, ejercer un grado de control sobre el mismo”.

aportación de capital, la rebaja de los intereses de la carga impositiva y el inferior coste (fiscal y de gestión) en comparación con un proceso de aumento de capital⁷²².

Respecto a la protección de los demás acreedores, cabe indicar que la pretensión de que el crédito de las personas especialmente relacionadas se sitúe en una posición degradada respecto a los créditos de terceros fue preocupación – en primer término – de los financiadores externos. De ahí que los primeros ejemplos de subordinación voluntaria en la práctica norteamericana pretendieran satisfacer este interés particular (*supra*, Capítulo I, 3.1). Los acreedores externos estarán dispuestos a conceder financiación siempre que, de otorgarse créditos también por parte de los *insiders*, sus propios créditos tengan un mejor derecho al pago que éstos últimos.

Pero la lógica de los negocios de subordinación particular da cuenta de la protección de un interés meramente individual. Ello en razón de que: (i) la posposición no funcionará a modo de sanción, de manera que no corresponderá un trato desmejorado del crédito subordinado en sede concursal; (ii) los términos específicos de la subordinación quedan entregados a la libertad de pactos, sin que su régimen sea imperativamente determinado por la ley; (iii) no se atenderá a criterios discrecionales (o de equidad) para su configuración, cuestión que – como veremos – no tiene significación para sistemas como el español o el chileno, pero sí para otros ordenamientos jurídicos, como el norteamericano; y (iv) los repartos que de otro modo hubieren correspondido al acreedor subordinado se destinarán únicamente al pago del crédito beneficiario y no se distribuirán entre la masa de acreedores ordinarios.

La reacción por parte de los ordenamientos jurídicos a los préstamos de los socios se trata originalmente como un remedio al problema que la doctrina ha denominado “infracapitalización nominal”. En términos generales, puede hablarse de “infracapitalización” cuando el capital no alcanza para satisfacer las necesidades financieras a largo plazo de la sociedad. Si ésta no cuenta con fuentes internas de financiación, la infracapitalización será denominada “real” o “material”, y deberán buscarse nuevas opciones para la obtención de recursos o simplemente optar por su liquidación. No obstante, si la sociedad cuenta con recursos suficientes – pero no por vía de capital, sino de financiación externa –, podrá hablarse de un caso de “infracapitalización nominal”⁷²³.

⁷²² GUASCH, 2004, pp. 3.709 – 3.711.

⁷²³ Para una completa caracterización de la infracapitalización, *vid.* Cándido PAZ-ARES (1983): “Sobre la infracapitalización de las sociedades”, *ADC*, Tomo 36, p. 1.587 – 1.639; Fernando SÁNCHEZ CALERO (1994): “Insuficiencia del capital social y postergación legal de créditos”, *AAMN*, No. 34, pp. 141 - 168; José MASSAGUER FUENTES (1994): “La infracapitalización: la postergación legal de los créditos de los socios”, en AA.VV., *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada* (coord. Rafael Bonardell Lenzano, Javier Mejías Gómez y Ubaldo Nieto Carol), Dykinson, Madrid, pp. 941 - 977; Ricardo BAYONA GIMÉNEZ (1996): “Una aproximación al problema de la infracapitalización a la luz de la necesaria revisión de las funciones del capital en las sociedades anónimas”, *CDC*, No. 20, pp. 147 – 212; y Rafael GUASCH MARTORELL (1999): “La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades”, *RDM*, No. 234, pp. 1.489 – 1.514.

Esta distinción supone la clasificación de la estructura financiera de la sociedad en “recursos propios” y “recursos ajenos”, como reflejo económico y contable del pasivo no exigible y pasivo exigible de la empresa. Así, a efectos de diagnosticar una situación de infracapitalización, GUASCH da cuenta de la utilización de los diversos *ratios* financieros, especialmente el “*debt – equity ratio*”, que expresa el coeficiente de solvencia o solidez financiera mediante la división de los recursos ajenos por el importe de los recursos propios⁷²⁴. Una desproporción manifiesta entre estos elementos será indicador de una sociedad infracapitalizada, solución que – veremos – es la utilizada por el legislador italiano para tipificar los supuestos de infracapitalización nominal en el artículo 2.467 del *Codice Civile* italiano.

La obtención de recursos de parte de los socios y accionistas del deudor por medio de cualquier forma de endeudamiento supone que éstos han rechazado la alternativa de dotar de fondos a la sociedad por medio de aportaciones de capital. Pese a su aparente licitud, “con este actuar, el socio prestamista asume la doble condición de socio y acreedor, y en consecuencia las aportaciones económicas realizadas quedan sometidas a distintos niveles de riesgo ante el resultado incierto de cualquier actividad empresarial: el mayor nivel de riesgo de la inversión realizada que corresponde al socio y el menor nivel de riesgo de la inversión realizada en calidad de acreedor”⁷²⁵. La financiación concedida por los *insiders* termina trasladando el riesgo de la actividad de los socios a los acreedores de la sociedad⁷²⁶. Y, específicamente a “los pequeños acreedores debido a los ingentes costes de información e inspección en que deben incurrir para prevenir los efectos externos”⁷²⁷.

La dualidad socio/acreedor puede suponer un nivel de desprotección importante para los demás acreedores en tanto:

- (i) al no tener el mismo nivel de información del estado de la empresa, como asimismo al no poder participar en su dirección, pueden ver mermadas sus posibilidades de cobro, especialmente en aquellos casos de insuficiencia patrimonial;
- (ii) no existiendo reacción alguna por parte del ordenamiento jurídico, se permite que tales acreedores internos participen en la distribución de los limitados recursos de la masa concursal, en situación de

⁷²⁴ GUASCH, *RDM* 234 (1999), p. 1.495.

⁷²⁵ GUASCH, *RDM* 234 (1999), p. 1.507.

⁷²⁶ *Vid.* BAYONA, *CDC* 20 (1996), p. 182, y Massimo SIMEON (2007): “La postergazione dei finanziamenti dei soci nella S.p.A.”, *Giur. Comm.*, No. 34, Primera parte, p. 70.

⁷²⁷ PAZ-ARES, *ADC* 36 (1983), p. 1.590.

proporcionalidad, o incluso de manera preferente, a los demás acreedores;

- (iii) sucede que el fenómeno de la infracapitalización nominal cobra especial importancia al tratarse de sociedades en las que la responsabilidad de los socios se encuentra legalmente limitada⁷²⁸. Dicha falta de responsabilidad acarrea que el capital social (señalado estatutariamente) se configure para los acreedores como su única “garantía patrimonial” para el caso de incumplimiento o insolvencia, de modo que una situación en que las aportaciones han sido efectuadas por vía de endeudamiento en lugar de capitalización supone un considerable desmedro en su posición jurídica; y
- (iv) como explica CORDIER, si los asociados hacen valer sus derechos de crédito en contra de la sociedad en crisis, acelerarán el proceso de degradación de su situación financiera⁷²⁹.

Siguiendo a BERMEJO, cabe hacer presente que no debe crucificarse *per se* a los “préstamos de socios”, sino solamente en tanto no se pueda evitar la externalización de los riesgos de la actividad en los acreedores no relacionados. O, expresado en otros términos, mientras tales riesgos afecten a personas diferentes de aquellas que realmente deben sobrellevarlos (los socios del deudor)⁷³⁰. Generalmente, los acreedores profesionales podrán esquivar tales riesgos pactando obligaciones de información continua o constituyendo ciertas garantías - incluyendo subordinaciones voluntarias - a su favor⁷³¹. Pero la alternativa de los negocios de subordinación sólo estará a disposición de los acreedores externos que tengan una fuerza negociadora capaz de

⁷²⁸ PAZ-ARES, ADC 36 (1983), p. 1.597.

⁷²⁹ CORDIER, 1989, p.226.

⁷³⁰ BERMEJO, 2002, p. 455, quien expresa que “la concesión de crédito a una sociedad capital por sus socios no constituye una conducta disvaliosa que haya de ser desincentivada en el tráfico.” A mayor abundamiento, PAZ-ARES, ADC 36 (1983), p. 1.619: “No todo préstamo realizado por un socio debe calificarse de irregular o impropio. La impropiedad se genera sólo cuando la función económica de los fondos prestados es la de sustituir la dotación del capital de responsabilidad. Es decir, cuando el préstamo es formalmente capital ajeno (un crédito frente a la sociedad) pero materialmente viene a sustituir el déficit en la composición adecuada del capital propio (capital social).” La dificultad de resolver este problema se sitúa, en cualquier caso, en decidir cuál es el límite entre uno y otro.

⁷³¹ De ahí la usual incorporación de cláusulas contractuales en los documentos de financiación que obligan al deudor a hacer entrega periódica de sus estados financieros, dar aviso de cualquier evento importante adverso, permitir el examen *in situ* de parte de los acreedores tanto de los libros como de las instalaciones de la empresa, etc. Sobre el particular, BAYONA, CDC 20 (1996), p. 183, agrega que los costos de transacción que impone el problema de la infracapitalización no son soportados de modo homogéneo por parte de los acreedores. Los acreedores financieros son quienes gozan de mayores ventajas a este respecto, pudiendo imponer como condiciones al otorgamiento de crédito tanto el establecimiento de las citadas obligaciones contractuales como la contratación de garantías que les aseguren una mejor posición en el orden de prelación.

exigir la degradación, como son principalmente las entidades de crédito. Ello además del hecho de que esta fórmula – satisfaciendo un interés individual - se estructurará normalmente como un negocio de subordinación particular, de manera que el beneficio de la posposición se radicará únicamente en el acreedor profesional (en razón de la técnica del doble dividendo) y no en la masa de acreedores.

En cambio, si el ordenamiento jurídico recalifica la fórmula de financiación, acentuando la posición de asociado del acreedor y promoviendo el interés superior de la asociación, se produce un incremento (al menos económico) de los “recursos propios” con los que cuenta la empresa para el desarrollo de su actividad. En consecuencia, “subordinación e infracapitalización están íntimamente relacionados porque el problema de la infracapitalización es un problema de recalificación. Se considera que determinados recursos financieros inyectados en la empresa como recursos ajenos, deben ser recalificados como recursos propios por representar una aportación encubierta de capital”⁷³². Sin embargo, creemos que esta conclusión debe ser matizada en términos de sostener que, en cualquier caso, la recalificación propuesta será sólo a efectos concursales y únicamente en lo relativo a la graduación de los créditos.

Tomando en cuenta lo anterior, las legislaciones societarias y concursales más modernas han reaccionado frente a dicho fenómeno instando por el trato desmejorado de esta clase de préstamos, recurriendo al mecanismo de la subordinación legal. Lo anterior quiere decir que se les somete a un régimen jurídico que les coloca en una posición marginal, tanto respecto a la posibilidad de pago de su crédito como a su participación en el concurso⁷³³. Pero la forma en que se articula esta solución no es pareja en los diferentes sistemas. Así, por ejemplo, la legislación norteamericana resuelve sobre la base de la equidad; la italiana sólo castiga los denominados “préstamos sustitutivos de capital”; la alemana inició este último modelo, pero recientemente varió a un sistema de subordinación automática de los “préstamos de socio”; y la española también establece criterios automáticos de subordinación por el sólo hecho de tratarse de un crédito concedido por una persona especialmente relacionada.

La solución norteamericana se ha basado en los principios de la equidad mediante la doctrina jurisprudencial de la “*equitable subordination*”, finalmente

⁷³² SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 87. Así también FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, pp. 285 y 286, aunque refiere la cuestión a los principios de buena fe, seguridad en el tráfico y la diligente gestión de un comerciante ordenado.

⁷³³ Cfr. FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 287, para quien “una aportación indebidamente disfrazada de crédito no merece la protección del ordenamiento: en situación concursal el «acreedor» no debe ser considerado tal sino como socio; y tal equiparación supone la «pérdida» de rango y el no cobro a cargo del patrimonio sin que previamente hayan sido satisfechas las deudas verdaderas.”

codificada en el artículo 510(c)(1) USC 11 a partir de 1978⁷³⁴. Esta doctrina pretende resolver, sin limitarse a los préstamos de socios, la posibilidad de que el tribunal que conoce del concurso subordine el crédito de uno de los acreedores habida cuenta su comportamiento inequitativo y lesivo de los intereses del deudor o de los demás acreedores⁷³⁵. Circunstancias éstas que conforman un supuesto de hecho suficientemente elástico como para amparar cualquier clase de conducta inequitativa, aunque históricamente haya tenido un fecundo campo de actuación en relación con los créditos de las personas especialmente relacionadas al deudor (“*insiders*”)⁷³⁶. En general, agrega MARÍN DE LA BARCENA, “El comportamiento del acreedor que justifica la subordinación puede definirse como un comportamiento lesivo para la regla del reparto de los activos del deudor conforme a la par conditio creditorum con respeto a los privilegios legales, con la consiguiente lesión de sus derechos de crédito”⁷³⁷.

Siguiendo la explicación de FERRÉ, esta solución se ha seguido por parte de los tribunales estadounidenses “principalmente en casos que involucraban a créditos de socios y de sociedades matrices, que pretendían ver reconocida su posición en el concurso de su participada, si bien su aplicación se ha extendido también a supuestos en que, sin existir relación societaria, el acreedor ha podido ejercer un control decisivo sobre el deudor”⁷³⁸. No siendo automática, esta solución supone la revisión por parte del tribunal de la efectiva participación del acreedor en los destinos de la empresa y del particular desequilibrio que ello supone con el resto de los acreedores⁷³⁹. Constatados estos extremos, se resolverá la posposición del crédito. Pero los criterios empleados por la jurisprudencia norteamericana para efectos de la subordinación han sido bastante flexibles, o, como señala SEBASTIÁN, no han proporcionado un criterio sólido de solución⁷⁴⁰. De ahí la tendencia a la objetivación de los parámetros de la subordinación,

⁷³⁴ El artículo 510(c)(1) del USC 11 dispone que “sin perjuicio a lo dispuesto en las subsecciones (a) y (b) de esta sección, luego de notificación o audiencia, el tribunal puede (1) conforme a los principios de la *equitable subordination*, subordinar la distribución de todo o parte de un crédito admitido a todo o parte de otro crédito admitido, o todo o parte de los intereses admitidos a todo o parte de otros intereses admitidos.” (Traducción del autor).

Sin embargo, cabe advertir que la *Commission of Bankruptcy Law* había propuesto previamente la subordinación automática de los créditos de los empleados, directores, personas relacionadas o familiares del deudor corporativo, solución que fue desestimada por los mismos motivos por los que se critica la solución española: la obstaculización para la obtención de créditos de parte de las personas relacionadas, lo cual podría llevar al aumento en el número de quiebras. *Vid. CARROLL, Hous. L. Rev.* 17 (1979), p. 250.

⁷³⁵ Adam FEIBELMAN (2007): “Equitable subordination, fraudulent transfers and sovereign debt”, *Law & Contemp. Probs.*, No. 70, p. 174.

⁷³⁶ David Gray CARLSON (2003): “The logical structure of fraudulent transfers and equitable subordination”, *Wm. & Mary L. Rev.*, No. 45, pp. 198 y 199.

⁷³⁷ MARÍN DE LA BARCENA, *RDCP* 12 (2010), p. 96.

⁷³⁸ FERRÉ, 2006, p. 136.

⁷³⁹ FEIBELMAN, *Law & Contemp. Probs.* 70 (2007), p. 176.

⁷⁴⁰ SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 91.

especialmente para evitar la inseguridad jurídica que los estándares generales de la equidad puede conllevar⁷⁴¹.

Paralelamente, MARÍN DE LA BARCENA nos da noticia de una segunda solución impulsada por la jurisprudencia norteamericana ante los préstamos de socios: la recalificación de créditos como aportación ("*recharacterization doctrine*"), que pretende sobrepasar la idea de la conducta inequitativa del socio / acreedor, reemplazándola por la noción de la infracapitalización nominal de la sociedad. De este modo, el tribunal podría recalificar una determinada relación crediticia habida cuenta de que el socio / acreedor no ha dado cumplimiento a sus deberes de capitalización adecuada de la sociedad⁷⁴². En cualquier caso, esta solución no ha estado exenta de polémica en tanto puede suponer una extralimitación en las facultades de los tribunales concursales, tomando en consideración la solución expresa de la subordinación contemplada en el *Bankruptcy Code*.

En el sistema italiano, el artículo 2.467 del *Codice Civile* dispone que el reembolso de la financiación concedida por los socios estará *postergado* al pago de los demás créditos de la sociedad, siempre que hayan sido concedidos en un momento en el que, considerando la actividad realizada por la empresa, resulte en un desequilibrio excesivo entre la deuda y el patrimonio neto, o la sociedad se hubiese encontrado en una situación en la que era necesaria una aportación de capital. La consideración de la actividad empresarial, la referencia al carácter excesivo del desequilibrio patrimonial y la calificación de la necesidad de la aportación son referencias normativas que deberán ser completadas por el tribunal al tiempo de calificar o no al crédito como subordinado. Esta redacción ha sido calificada como confusa por parte de la doctrina italiana en cuanto no se especifica su concreto campo de actuación. Para algunos, la postergación implicará una completa recalificación de la financiación como aportación societaria, de manera que no se podrá proceder a su reembolso aún fuera de un supuesto concursal. Para otros, se trata de un caso de subordinación legal que entra en operación como una regla de prelación de créditos⁷⁴³. La distinción se encuentra – como señala FERRI – en los efectos sustantivos o meramente concursales de la disposición⁷⁴⁴.

En cualquier caso, este sistema de subordinación legal se basa en su precedente alemán, posteriormente modificado por la ley de modernización del Derecho de sociedades de responsabilidad limitada y prevención de abusos (*Gesetz zur*

⁷⁴¹ FERRÉ, 2006, p. 154 y ss. En cualquier caso, ÁVILA DE LA TORRE, 2008, p. 160, advierte que es el sistema norteamericano de subordinación el que ha tenido mayor influencia en el modelo adoptado por la legislación española, al menos en lo que atañe a la introducción de la figura del *insider*, normativamente traducido como "persona especialmente relacionada".

⁷⁴² MARÍN DE LA BARCENA, *RDCP* 12 (2010), p. 98.

⁷⁴³ SIMEON, *Giur. Comm.* 34 (2007), p. 82.

⁷⁴⁴ Giuseppe FERRI jr. (2004): "In tema di postergazione legale", *Rivista del Diritto Commerciale*, No. 102, Parte 1-2, pp. 971 y ss.

Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen, abreviadamente denominada *MoMig*), de 26 de junio de 2008, con entrada en vigor el 1 de noviembre del mismo año. En el sistema alemán original (previo a la modificación de la *MoMig*), la regla general se encontraba en el § 39.5 *InsO*, según la cual se satisfacen en el último escalafón de los créditos subordinados “los créditos relativos a la devolución de préstamos sustitutivos de fondos propios de una sociedad o créditos de naturaleza similar”. A pesar de su influencia en la legislación concursal española, el Derecho alemán únicamente utilizaba el concepto de las “personas especialmente relacionadas” en el ámbito de las acciones revocatorias concursales (§§ 130 y siguientes *InsO*), principalmente a efectos de presumir el conocimiento de la situación patrimonial del deudor. La subordinación del crédito se efectuaba sobre la base de la idea del “préstamo sustitutivo de capital”, cuestión que nos trasladaba al régimen previsto en el § 32a de la ley de sociedades de responsabilidad limitada (*GmbHG*).

El origen de esta regulación se encuentra en la jurisprudencia, en que la subordinación se aplicaba a las operaciones de financiación efectuadas en circunstancias financieras en las que un ordenado comerciante hubiese dotado a la sociedad de fondos por medio de aportaciones de capital. O, como bien resume MARÍN DE LA BARCENA, “La subordinación de créditos se concibió entonces como una técnica de imputación de riesgos, actualizados en un daño cuando llega la insolvencia, que se utilizaría para neutralizar las consecuencias de la mencionada “decisión de financiación”⁷⁴⁵. La doctrina había señalado dos características generales que debían reunir los préstamos para calificar como “sustitutivos de capital”, derivando en su subordinación⁷⁴⁶:

En primer lugar, debía tratarse de una operación de tipo societario, esto es, que se hubiese efectuado en términos que el socio no pudiese desprenderse de tal carácter al tiempo de efectuar el préstamo. Quiere decir lo anterior que el socio debía haber realizado la aportación vía endeudamiento en su consideración de socio, sin poder desdibujarse hasta conseguir una cualidad de acreedor. Para efectos de determinar lo anterior se seguían condiciones más bien objetivas, tales como el nivel de participación en la sociedad o el hecho de tratarse de un socio controlador. Al contrario, los préstamos de un socio con escasa participación o un mero inversor transitorio no eran considerados casos de infracapitalización nominal que merecieran una reacción normativa.

En segundo término, la finalidad del préstamo debía ser precisamente de capitalización, lo que implica determinar previamente si el capital estatutario registrado responde o no a las necesidades efectivas del negocio. Así, el § 32a de la *GmbHG* construía el concepto sometiendo el préstamo al juicio de si un ordenado

⁷⁴⁵ MARÍN DE LA BARCENA, *RDCP* 12 (2010), p. 104.

⁷⁴⁶ Para un estudio más detallado de tales condiciones, antes de las modificaciones legales de 2008, conviene consultar a PAZ-ARES, *ADC* 36 (1983), pp. 1.626 y ss.

comerciante lo habría integrado o no como capital social⁷⁴⁷. Sin embargo, como comenta FERRÉ, “se obliga al administrador concursal a decidir, en cada caso, si la operación de financiación de recursos ajenos llevada a cabo por el socio debe ser convertida en capital propio y, en consecuencia, si se debe subordinar el crédito que derive de aquélla. Si bien es cierto que existen criterios consolidados acerca de la aplicación de esta decisión, también es verdad que la multitud de supuestos que produce la práctica y el intento de muchos de evitar la subordinación, ha dado lugar a una numerosísima doctrina y jurisprudencia sobre la figura de los préstamos sustitutivos de los fondos propios, lo que da muestra de la confusión que existe en cuanto al modo en que debe ser aplicada”⁷⁴⁸.

Probablemente fueron estas dificultades las que llevaron al legislador alemán a modificar la disciplina de los “préstamos de socios” por medio de la *MoMig*. FERRÉ y WERNER dan cuenta de que “la propia complejidad del concepto de los préstamos sustitutivos de fondos propios y las continuas estrategias contempladas por la práctica con la intención de eludir estas normas conllevaron ulteriores adaptaciones de la jurisprudencia, lo que finalmente conformó un complejo sistema jurisprudencial que solamente un círculo reducido de especialistas comprendía en todo su alcance”⁷⁴⁹.

La nueva solución no opta por una recalificación material de los recursos obtenidos de parte del socio financiador, sino sólo por establecer su régimen en sede concursal. Para ello, y a efectos de simplificar la solución legal, se borra cualquier rastro de discrecionalidad y se toma una opción de subordinación automática para los préstamos – y prestaciones de carácter equivalente a los préstamos - efectuados por socios con una participación superior al diez por ciento del capital social (§ 39.5 *InsO*)⁷⁵⁰. Esta nueva regulación omite cualquier referencia al conocimiento de la situación de crisis patrimonial por parte del socio y al carácter sustitutivo de la financiación, lo que se basaría en “la concepción dogmática de que la subordinación del crédito de los socios es el precio que hay que pagar por la elección de una forma jurídica que confiere el privilegio de la responsabilidad limitada”⁷⁵¹.

⁷⁴⁷ KIRCHHOF, 2001, p. 829. SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 89, destaca que se trata éste de uno de los mejores ejemplos de un concepto jurídico peligrosamente indeterminado. Para fijar de mejor manera este presupuesto objetivo, agrega, la jurisprudencia alemana había afirmado que el préstamo debía ser tal que ningún tercero independiente e informado hubiese concedido la financiación.

⁷⁴⁸ FERRÉ, 2006, p. 349.

⁷⁴⁹ Juan FERRÉ FALCÓN y Norman WERNER (2009): “La reforma societaria y concursal en Alemania (especial referencia a la modificación del régimen de los préstamos de los socios)”, *ADCo*, No. 16, p. 236.

⁷⁵⁰ Adicionalmente, el § 135 *InsO* dispone de una acción de reintegración de todos los pagos de los referidos préstamos y prestaciones equivalentes efectuados dentro del año anterior a la fecha de declaración del concurso.

⁷⁵¹ FERRÉ / WERNER, *ADCo* 16 (2009), p. 236.

Al parecer, la discrecionalidad que suponían los precedentes norteamericano, alemán e italiano llevó al legislador español a utilizar un criterio fijo para la subordinación de los créditos de las personas especialmente relacionadas⁷⁵². Se ha querido evitar la litigiosidad en el concurso mediante el otorgamiento de un único criterio: así, conforme a los términos de los artículos 92.5 y 93 LC no será necesario indagar en las motivaciones del acreedor ni en las características particulares del crédito, sino que éste será degradado únicamente en razón de su elemento subjetivo⁷⁵³. Esto es, por el sólo hecho de tratarse de un acreedor que se ajuste a la extensa tipología del artículo 93 LC, su crédito será calificado como subordinado y se le aplicará un régimen jurídico aún más drástico que los demás créditos que integran tal categoría⁷⁵⁴. En lo que nos interesa, la subordinación alcanzará especialmente los créditos concedidos por: (i) los socios que conforme a la ley sean personal e ilimitadamente responsables de las deudas sociales y aquellos otros que, en el momento del nacimiento del derecho de crédito, sean titulares de, al menos, un cinco por ciento del capital social, si la sociedad declarada en concurso tuviera valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial, o un diez por ciento si no los tuviera (artículo 93.2.1 LC); (ii) los administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores del concursado persona jurídica y los apoderados con poderes generales de la empresa, así como quienes lo hubieren sido dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso (artículo 93.2.2 LC); y (iii) las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios, siempre que éstos reúnan las mismas condiciones que en el número 1 del citado artículo 93.2 (artículo 93.2.3)⁷⁵⁵.

⁷⁵² El principal antecedente español respecto a la subordinación legal de los créditos concedidos por socios se encuentra en el Anteproyecto de Ley de Responsabilidad Limitada, aprobado por la Sección de Derecho mercantil de la Comisión General de Codificación. Dicho anteproyecto, que no fue aprobado en este aspecto, contemplaba una disposición adicional que regulaba la “postergación legal” de los créditos concedidos por los socios con una participación social relevante y los administradores de la sociedad deudora, cuando se hubiesen contraído por necesidades de financiación que un ordenado empresario hubiese cubierto mediante aportaciones de capital. Para un análisis del régimen propuesto, *vid.* SÁNCHEZ CALERO, *AAMN* 34 (1994), pp. 159 – 166, y MASSAGUER, 1994, pp. 959 – 977.

⁷⁵³ Conforme señala ÁVILA DE LA TORRE, 2005, pp. 444 y 445, y en ÁVILA DE LA TORRE, 2008, p. 162, se trata éste del resultado de la “concepción concursal” sobre la “concepción societaria”, frente al problema de la infracapitalización nominal. Mientras la primera opta por el automatismo, la segunda – derrotada en la LC – aboga por la necesidad de demostrar el “fraude al capital”.

⁷⁵⁴ Además de las consecuencias que reseñaremos *infra*, Capítulo V, 3.1.2, los créditos subordinados de las personas especialmente relacionadas tienen prohibición de integrar la administración concursal (artículo 28.3 LC), verán sus garantías canceladas por el juez del concurso y ordenada la restitución posesoria y la cancelación de los asientos en los registros correspondientes (artículo 97.2 LC), y no podrán representar a otros acreedores en la junta de acreedores (artículo 118.2 LC). Sobre el particular, *vid.*, especialmente, FERRÉ, 2006, pp. 674 - 687, y ÁVILA DE LA TORRE, 2008, pp. 172 – 182.

⁷⁵⁵ Algunos términos del artículo 93.2 LC fueron modificados por el RDL 3/2009 ante ciertas incertidumbres interpretativas de las que había dado cuenta la mayor parte de la doctrina. Para un análisis de sus modificaciones y consecuencias, *vid.* CARRASCO, 2009, pp. 85 – 89; y, para una visión crítica del artículo 93.2.1 LC, *vid.* Alfredo ÁVILA DE LA TORRE (2009): “El crédito de las personas

La reacción extrema del ordenamiento jurídico español ha sido criticada desde diversos ámbitos⁷⁵⁶. Podemos destacar los comentarios de BLASCO, quien ha indicado que se “trata aquí de una postergación o subordinación basada en una oculta presunción de fraude, tratada de manera extravagante y con poco sentido, pues si se presume el fraude o la falsedad del crédito, los mecanismos jurídicos deben ser otros que no la postergación en el cobro, pues parece que se quiere decir que hay fraude pero no mucho o que se presume el fraude pero poco o no lo bastante para declarar la nulidad del contrato”⁷⁵⁷. Adicionalmente, ALEMANY resalta que “De otro lado, la principal crítica a esta solución legal es que la subordinación *ope legis*, al aumentar el coste de crédito de los *insiders*, puede perjudicar operaciones de refinanciación o incluso de salvamento, que es un contenido socialmente típico de las propuestas de convenio (como reconoce el preámbulo VI, párrafo 6.º, al mencionar los créditos participativos)”⁷⁵⁸.

Dada la automaticidad de la subordinación en el sistema español, parte de la doctrina ha afirmado que esta solución no se ajusta a la idea de sanción a la infracapitalización nominal. Simplemente, la excede. Como señala SEBASTIÁN, “Cualquier crédito, cualquiera sea su origen y finalidad, otorgado por alguna de las personas mencionadas anteriormente resulta subordinado, con independencia de la conducta del acreedor, de su buena o mala fe, y de la situación de la capitalización de la sociedad insolvente”⁷⁵⁹. Por su parte, el listado de personas que se considerarán especialmente relacionadas al deudor (artículo 93 LC) se extiende a muchos más supuestos que el préstamo de socios o accionistas – especialmente para el caso de las

especialmente relacionadas ante el concurso de las promotoras inmobiliarias”, en AA.VV., *Crisis Inmobiliaria y Derecho Concursal* (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 145 – 147.

⁷⁵⁶ Sólo por mencionar a algunos, *vid.* ÁLVAREZ, 2003, p. 243; ALONSO LEDESMA, 2003, pp. 391 – 398 (también en (2009b): “El automatismo en la subordinación de los créditos y la posición de las entidades de crédito”, en AA.VV., *Implicaciones Financieras de la Ley Concursal* (dir. Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), La Ley, Madrid, pp. 171 - 182; Encarna CORDERO LOBATO (2004a): “Artículo 92”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. I, Tecnos, Madrid, p. 1.101; VALPUESTA, 2004, p. 738; ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2004, pp. 3.547 – 3.550; GUASCH, 2004, p. 3.717; IGLESIAS /VAQUERIZO, 2004, pp. 3.753 – 3.757; ÁVILA DE LA TORRE, 2005, pp. 445 y 446; y PANTALEÓN, 2005, p. 539. Sin embargo, esta posición no es unánime. *Vid.* GARRIDO, 2003, p. 242; FERRÉ, 2006, p. 348, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), pp. 95 y 96.

Sin embargo, y pese a encontrar ciertos inconvenientes, la subordinación automática presenta como principales ventajas la ausencia de litigiosidad y la mayor seguridad en el tráfico, cuestiones que son puestas de manifiesto por GUASCH, 2004, p. 3.716, y FERRÉ, 2006, pp. 347 – 355.

⁷⁵⁷ BLASCO, 2004, pp. 159 y 160.

⁷⁵⁸ ALEMANY, 2004 (recurso electrónico). Aunque bien puede sostenerse que – de la estrecha relación existente entre “salvador” y “salvado” – no parezca necesario dar un tratamiento beneficioso al primero.

⁷⁵⁹ SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 97.

personas naturales – de lo que se advierte una sanción únicamente basada en la cercanía con el deudor⁷⁶⁰.

Ahora bien, explicadas estas ideas bien vale la pena volver a la utilidad de los negocios de subordinación particular respecto a los préstamos de personas relacionadas. Podrá pensarse que, configurada que sea por parte del ordenamiento jurídico una sanción a los préstamos de personas especialmente relacionadas, la subordinación voluntaria deja de tener interés. El legislador, en otras palabras, habrá tipificado el interés particular de los acreedores externos, beneficiándoles con la posición degradada del crédito y la participación menoscabada de su titular en el concurso. Sin embargo, bien puede pensarse en ciertos casos en los que el financiador externo aún estará interesado en su celebración:

- (i) para el caso en que la subordinación sea resultado de criterios de equidad o del carácter de “préstamos sustitutivos de capital”, la discrecionalidad o ambigüedad probablemente provocará que el acreedor externo estará interesado en asegurarse una mejor posición aún cuando el tribunal – por cualquier motivo - no le configure como un crédito legalmente subordinado;
- (ii) para el caso en que la subordinación se produzca por el mero hecho de ser una de las personas calificadas como especialmente relacionada al deudor, el acreedor externo podrá estar interesado en recurrir a la subordinación voluntaria para aquellos casos en los que se estima la existencia de una relación especialmente cercana con el deudor que no queda cubierta por la norma. Para este segundo supuesto cabe considerar que, a efectos de lograr la objetivación, el sistema español opta por un catálogo taxativo de personas que serán consideradas especialmente relacionadas al deudor (artículo 93 LC). Así, no debe admitirse una aplicación analógica o extensiva del supuesto de subordinación contemplado en el artículo 92.5 LC⁷⁶¹; y
- (iii) para el caso en que la subordinación legal sólo se establezca para efectos del concurso, sin ser reconocida a modo general para cualquier sistema de graduación, como también ocurre en el caso español.

En los casos de concurrencia de supuestos de posposición, esto es, cuando las partes han celebrado un negocio de subordinación respecto a un crédito que ya ha sido calificado por la ley como un crédito legalmente subordinado, hemos de entender que será esta última calificación la que determinará el régimen aplicable. En caso contrario,

⁷⁶⁰ A juicio de IGLESIAS /VAQUERIZO, 2004, p. 3.751, existe una estrecha conexión funcional y dogmática entre la subordinación y la infracapitalización, aún cuando reconocen que la solución acogida en el sistema concursal español se extiende a otros supuestos.

⁷⁶¹ BLASCO, 2004, p. 158.

la subordinación voluntaria podría significar una forma de eludir los efectos más extremos establecidos para los créditos de los *insiders*.

Finalmente, la importancia de los negocios de subordinación particular recobrará toda su fuerza en los ordenamientos – como el chileno – que no han afrontado el problema de la infracapitalización ni han configurado un régimen especial para los créditos de las personas especialmente relacionadas al deudor. En estos casos, y sobre todo para estructuras financieras sofisticadas, será normal la celebración de los llamados “acuerdos de subordinación” como parte integrante del “paquete de garantías” (“*security package*”) con las que cuenta el acreedor externo.

2.2.2. *Financiación adicional de proyectos*

Uno de los aspectos más complejos en la estructuración económica y contractual de las financiaciones de proyecto (“*project finance*”) se refiere a la determinación de su equilibrio financiero. A diferencia de una financiación ordinaria, el financiador externo no se centrará en el análisis de la capacidad patrimonial del deudor, sino en la valoración anticipada de los flujos de caja (“*cash flow*”) que se espera éste genere en el ejercicio de su actividad⁷⁶². Ello justifica tanto la constitución de un “paquete de garantías” respecto a todos los activos del deudor – incluyendo tales flujos de caja – como también la precisa la delimitación del riesgo máximo que el financiador está dispuesto a soportar.

Por esta razón, el financiador externo normalmente otorgará al deudor un monto máximo de crédito, estimado en consideración a las circunstancias normales en el desarrollo de la empresa. Para ello, generalmente se recurre a la apertura de una línea de crédito, cuyos desembolsos se encuentren sujetos al cumplimiento de ciertos hitos o etapas y a la real necesidad de los fondos para la continuación de la actividad. Así también, las fórmulas de reembolso de la financiación estarán sujetas a las expectativas del nivel y frecuencia de los flujos de caja a los que hemos hecho referencia.

Sin perjuicio de lo anterior, es de ordinaria ocurrencia que, a lo largo de la realización del proyecto, surjan circunstancias que ameriten la inyección de nuevos recursos. Ello puede derivar de que han sobrevenido situaciones originalmente imprevistas, como fluctuaciones de costos, tasas de interés o tipos de cambio, exigencias adicionales del proyecto, etc., que el acreedor externo puede no estar dispuesto a financiar. Así también puede ocurrir que los flujos de caja esperados no se ajusten a la realidad, sea porque no se generan con la periodicidad deseada o porque

⁷⁶² Tommaso VITO RUSSO (2007): *Il Project Financing*, Edizione Scientifiche Italiani, Nápoles / Roma, p. 227.

sus montos son inferiores a los esperados, constituyendo riesgos que el financiador externo tampoco querrá soportar⁷⁶³.

El equilibrio financiero del proyecto significará que tales riesgos deben ser asignados a los inversores (“*sponsors*”). Por ello, es usual que éstos asuman la obligación de aportar los recursos que resulten necesarios para su correcta continuación o suplir las deficiencias de los flujos de caja⁷⁶⁴. No contar con dichas aportaciones pone en peligro el buen éxito de la empresa del cual depende la expectativa de pago por parte de los financiadores. De ahí que generalmente se vincule el incumplimiento de tales obligaciones a un evento de vencimiento anticipado de la deuda (“*event of default*”), permitiendo al acreedor externo exigir la totalidad de los fondos prestados como si fueran íntegra e inmediatamente exigibles.

Para los casos en que los fondos sean efectivamente facilitados por los *sponsors*, el financiador principal estará interesado en que su crédito siempre tenga mejor derecho al pago que la restitución de los fondos facilitados por aquéllos. No puede ser de otra manera si se tiene en cuenta que, de no ser así, el financiador principal y los *sponsors* caerían irremediabilmente en las reglas de distribución proporcional, perjudicando al primero y beneficiando a los últimos⁷⁶⁵. En otras palabras, la proporcionalidad distribuirá el riesgo entre financiadores e inversores, en lugar de colocarlo únicamente en cabeza de estos últimos, cual es la pretensión de la estructura financiera del proyecto.

A fin de lograr el resultado esperado, el financiador exigirá a los *sponsors* que los recursos sean entregados siguiendo una de las siguientes alternativas: *en primer lugar*, mediante aportaciones de capital, caso en el cual el efecto económico de la “*posposición*” se conseguirá tomando en cuenta que se trata de pasivo no exigible; o, *en segundo lugar*, mediante la concesión de créditos, caso en el cual el financiador externo exigirá la celebración de un negocio de subordinación particular respecto a su

⁷⁶³ Para un análisis de los diversos riesgos en el ámbito de la financiación de proyectos – riesgos técnicos, riesgos operativos, riesgos económicos, riesgos financieros, riesgos de gestión, riesgos legales o políticos, riesgos crediticios generales, riesgos medioambientales, etc. – puede consultarse a María José VAÑÓ VAÑÓ (2002): *El Contrato de Project Finance*, Tirant Lo Blanch, Valencia, pp. 63 – 89.

⁷⁶⁴ Bajo la denominación de “contratos de apoyo de los accionistas”, VAÑÓ, 2002, pp. 192 – 194, describe como los accionistas asumen ciertas obligaciones distintas de las aportaciones societarias, cuya finalidad es reforzar la confianza de las entidades prestamistas, principalmente en la fase de construcción del proyecto. Estas obligaciones – incluyendo las de aporte de recursos – pueden estructurarse directamente en los contratos de financiación o articularse alternativamente como obligaciones bajo ciertas cartas de patrocinio.

⁷⁶⁵ Sin embargo, debe considerarse que la financiación de proyectos normalmente se articula como una financiación garantizada. No obstante, las prendas e hipotecas solamente otorgan un privilegio (o preferencia) especial, de modo que, en su remanente, los créditos serán considerados ordinarios. Para estos casos, como asimismo para todos aquellos otros en los que la preferencia se extinga, tiene igualmente sentido la subordinación voluntaria de los créditos, la que operará propiamente al enfrentar a los créditos (de otro modo) ordinarios.

crédito⁷⁶⁶. En este segundo caso, el negocio de subordinación tendrá sentido cuando no exista una regla que determine la posposición legal del crédito en interés de la masa de acreedores ordinarios⁷⁶⁷. En el Derecho español, ello ocurrirá toda vez que el inversor no sea una de las personas calificadas como especialmente relacionadas al deudor en el artículo 93 LC, mientras en el ordenamiento jurídico chileno – ante la ausencia de supuestos de subordinación legal – será necesario en cualquier caso. Asimismo, tendrá importancia para todos los casos en que se pretenda que la subordinación produzca también sus efectos fuera de la órbita concursal para los casos, como en el Derecho español, en que exista una dualidad en los sistemas de prelación de créditos que no establezca esta clase de posposición legal para conflictos extraconcursales.

2.2.3. *Reembolso de garantías personales*

La subordinación particular del crédito resultante del reembolso de las garantías personales se refiere al siguiente supuesto: la financiación ha sido otorgada por el acreedor externo habida cuenta de las garantías otorgadas por el deudor y sus terceros garantes, entre las cuales suele encontrarse la constitución de fianzas para asegurar el pago de la obligación principal. En caso de que fuere necesario ejecutar dichas garantías personales, el garante generalmente gozará de la posibilidad de obtención del reintegro de su pago.

En cualquier caso, el problema de la concurrencia entre el crédito del acreedor garantizado y el crédito del fiador que ha satisfecho, aún parcialmente, el crédito principal, se producirá sea que la acción del fiador sea calificada como vía de reembolso o de subrogación⁷⁶⁸. Las diferencias estarán dadas únicamente por el hecho

⁷⁶⁶ Vid. MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* 28 (1988), pp. 166 y 167, y WOOD, 1990, p. 2.

⁷⁶⁷ VITO, 2007, pp. 239 – 241.

⁷⁶⁸ El Derecho chileno distingue con claridad dos fórmulas alternativas, como son la “acción de reembolso” y la “acción por subrogación”. La primera de ellas constituye la acción personal que surge en cabeza del fiador una vez efectuado el pago al acreedor principal producto del contrato de fianza (artículo 2.370 CCCh). Conforme a ella, el fiador podrá exigir el reintegro del capital e intereses pagados, de los gastos que hubieren sido necesarios para efectuar tal pago y, en general, de cualquier perjuicio que hubiere sufrido el fiador con motivo de la fianza. Por su parte, la acción por subrogación resulta en una alternativa legal que coloca al fiador en la misma posición concedida previamente al acreedor principal, de manera que el fiador se beneficiará de las garantías, seguridades y condiciones generales del crédito subrogado (artículo 1.610, número 3 CCCh). La decisión del fiador por una u otra acción dependerá del caso en particular, entendiéndose que no podrá ejercerlas conjuntamente habida cuenta de su carácter excluyente. Sobre el particular, *vid.* Manuel SOMARRIVA UNDURRAGA (1943): *Tratado de las Cauciones*, Editorial Nascimento, Santiago de Chile, pp. 184 y 185.

En el Derecho español, la dualidad de acciones ha sido puesta en entredicho. Como señala CARRASCO, 2008, p. 370, “Hay autores que sostienen que se trata de dos acciones distintas y alternativas, disponibles a elección del fiador, que no podrá acumularlas, aunque, parece, sí podrá servirse sucesivamente de una y otra, hasta que quede totalmente indemnizado. Para otros, sólo

de entender que una de ellas (la acción de subrogación) cuenta con alguna disposición excepcional por parte del ordenamiento jurídico que alivia la posición del acreedor garantizado. Así, de optar por la solución que aboga por la subrogación del fiador en la posición jurídica del acreedor pagado (artículos 1.839 CC y 1.610, número 3 CCCh), resultará que el fiador contará con todas las seguridades y privilegios del crédito subrogado. Esta situación presentaría dos particularidades cuando nos referimos al particular caso de las garantías concedidas por personas especialmente relacionadas al deudor, cual es – en la práctica - la regla general:

- (i) En sistemas de subordinación automática del crédito de las personas especialmente relacionadas, bien podría haberse preguntado si el crédito por subrogación mantiene su carácter ordinario – o incluso privilegiado – del crédito subrogado o si, por el contrario, y pese a la subrogación, éste se tiñe del carácter subordinado habida cuenta de su nuevo titular. Este dilema queda resuelto a favor de esta última posición en el artículo 87.6 LC que, conforme a la nueva redacción del RDL 3/2009, dispone que *“Los créditos en los que el acreedor disfrute de fianza de tercero se reconocerán por su importe sin limitación alguna y sin perjuicio de la sustitución del titular del crédito en caso de pago por el fiador. Siempre que se produzca la subrogación por pago, en la calificación de estos créditos se optará por la que resulte menos gravosa para el concurso entre las que correspondan al acreedor o al fiador”*⁷⁶⁹.

De este modo se logra que el beneficio de la subordinación legal recaiga en todos los acreedores ordinarios del deudor que, ni siquiera en razón de este supuesto de subrogación, verán diluidas sus posibilidades de cobro al enfrentar sus créditos al de los que corresponden a las personas especialmente relacionadas. Esta conclusión se apoya en la interpretación del artículo 87.6 LC que supone que “La regla de la calificación menos gravosa viene a significar tan sólo que por vía de subrogación postconcurso, el fiador no puede pretender mejorar su condición originaria a costa de subrogarse en la del acreedor, pero

existe una vía de regreso, la acción de reembolso por derecho propio, pero a la que el Ordenamiento ha mejorado mediante el expediente de conferirle los mismos derechos y privilegios que corresponderían al crédito satisfecho. Mas no habría una acción subrogatoria en sentido estricto, pues el art. 1839 no la menciona como tal, ni el art. 1839.II es congruente con el carácter subrogatorio del remedio.”

⁷⁶⁹ Previo al citado RDL 3/2009, de 27 de marzo, la discusión doctrinaria giraba en torno a si la calificación de crédito subordinado correspondía únicamente al crédito por subrogación, o alcanzaba también al crédito del acreedor externo que gozaba de una garantía personal concedida por una persona especialmente relacionada al deudor. Esta última posición era bastante atendible (*vid.* FERRÉ, 2006, pp. 581 – 589; GARCÍA – CRUCES, 2008, pp. 7 – 29, y, nuevamente, GARCÍA-CRUCES, 2009, pp. 82 - 89), pero terminó siendo modificada en tanto el legislador consideró que atentaba contra la utilización de la fianza en el tráfico jurídico, de modo que la nueva solución legal le liberó del estigma de la subordinación.

puede perder la suya más ventajosa si afianzó un crédito que en el concurso hubiera merecido un tratamiento ordinario o subordinado”⁷⁷⁰.

- (ii) En los sistemas en que no existe una reacción normativa al tema de los créditos de las personas especialmente relacionadas, el asunto tiene una dimensión puramente individual. El problema de la colisión pasa a tener importancia para el caso de que, a pesar del pago efectuado por el garante al acreedor externo, éste mantenga créditos en contra del deudor que pueden colisionar con el crédito subrogado.

Si este conflicto deriva de que el acreedor externo hubiese aceptado un pago parcial por parte del garante, la solución se encuentra prevista en el artículo 1.612 CCCh (asimilable al artículo 1.213 CC). Conforme a tal artículo, se otorga “preferencia” al crédito primitivo respecto al que se resultare de un pago incompleto de la deuda por parte de un tercero. En estos supuestos, por tanto, tampoco será necesario recurrir a la figura de la subordinación voluntaria, ya que el mejor derecho al pago del acreedor principal está establecido por ley. Pero sí será necesaria en caso de que los demás créditos que mantenga el acreedor externo no provengan de un pago parcial, sino de otras relaciones contractuales con el deudor.

Ahora bien, el garante goza de una acción de reembolso que puede no estar dotada de las cualidades de la acción subrogatoria (artículos 1.838 CC y 2.370 CCCh). En este caso, nuevamente debemos distinguir la calificación de los créditos que resulten de esta posibilidad de reembolso en cabeza de la persona especialmente relacionada. En un sistema como el español, el crédito indudablemente tendrá el carácter de subordinado por cuanto el artículo 92.5 LC no distingue en cuanto a su origen, y ya no caben las dudas de un supuesto de subrogación como el que analizáramos previamente⁷⁷¹. Por su parte, en el sistema chileno, la acción de reembolso calificará necesariamente como crédito ordinario habida cuenta de la falta de reacción normativa a los créditos de las personas especialmente relacionadas.

Por este motivo, cuando en el sistema español se pretenda la subordinación del crédito por reembolso de un garante que no forme parte del catálogo del artículo 93 LC, como también cuando se pretenda igual subordinación respecto a cualquier

⁷⁷⁰ CARRASCO, 2009, p. 318. Algún comentario debemos hacer sobre la fórmula (“*menos gravosa para el concurso*”) empleada por la LC, que, sin indicarlo directamente, nos reconduce a la categoría de los créditos subordinados en tanto esta técnica es la que permitiría “emplear una mayor cantidad de masa activa en la satisfacción de los créditos contra la masa y en el pago de los créditos concursales privilegiados y ordinarios” (Antonio B. PERDICES HUETOS (2005): *Fianza y Concurso. Las Garantías Personales en la Ley Concursal*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 82).

⁷⁷¹ Vid. FERRÉ, 2006, p. 295.

garante en el sistema chileno, podrá acudir a la figura de la subordinación voluntaria. Pero como ya estamos en el campo de los intereses individuales de los financiadores externos, esta solución vendrá de la mano de los negocios de subordinación particular. Teniendo en mente lo anterior, es probable que el acreedor principal exija que el garante subordine el “crédito por reembolso” al pago de su crédito para el caso de haber solucionado parcialmente la deuda (“*non-competition clause*”)⁷⁷².

Evitar la concurrencia entre el acreedor garantizado y el fiador puede lograrse por otros medios que no conllevan necesariamente la subordinación particular. Bien puede incluirse el pacto por el que el fiador renuncie a la “vía de regreso” en tanto los créditos del acreedor principal no se encuentren íntegramente satisfechos, solución que, a juicio de CARRASCO, estaría amparada en lo previsto en el artículo 87.7 LC⁷⁷³. Sin embargo, a menos que se configure bajo una fórmula de renuncia particular, esta renuncia beneficiaría a todos los acreedores ordinarios del deudor y no únicamente al acreedor garantizado, como ocurriría en un caso de subordinación general, de manera que éste aún puede preferir la solución de la subordinación particular.

2.3. *Mecanismo de garantía en el ámbito de la financiación de empresas en crisis: la tutela del “fresh money”*

Las empresas en crisis, pero con posibilidad de supervivencia, se encuentran ávidas de recursos para la consecución de sus fines económicos, pero probablemente los medios normales de financiación se habrán agotado. Sus activos y flujos estarán gravados con garantías reales a favor de los financiadores existentes, sus socios ya no tendrán recursos para conceder mayores aportaciones, el riesgo que implica su posición conllevará tasas de interés demasiado altas como para poder soportarlas, y – aún más crítico – el tiempo parecerá correr demasiado deprisa como para evitar la apertura de un procedimiento concursal que bien puede terminar en su liquidación. De ahí que el mecanismo de la subordinación particular pueda parecer un instrumento apropiado a fin de promover que terceros financiadores acepten otorgar crédito pese a las difíciles y particulares circunstancias, asegurando a éstos últimos una mejora en su posición crediticia. En otras palabras, ofrecer alguna forma de tutela al “dinero fresco” (o “*fresh money*”).

A diferencia de los negocios de subordinación general empleados en situaciones de crisis, la subordinación particular no pretende hacer desaparecer supuestos de sobreendeudamiento ni fortalecer los recursos propios del deudor, sino solamente incentivar nuevas financiaciones que inyecten los recursos necesarios para la

⁷⁷² En el Derecho norteamericano, esta solución se logra por vía legal (artículo 509(c) USC 11), disposición que es aplicable para cualquier forma en que se articule la recuperación por parte del garante (subrogación, regreso, etc.). *Vid.* COHN, *A.B.L.J.* 56 (1982), p. 297 y 298.

⁷⁷³ CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, pp. 381 y 383.

recuperación del negocio⁷⁷⁴. Piénsese en el siguiente caso: un acreedor acepta otorgar nueva financiación a una empresa en crisis, sobre la base de que los demás acreedores del deudor - anteriores al nuevo inversor - estén dispuestos a posponer sus créditos en caso de insolvencia. Desde la perspectiva de los antiguos acreedores, ahora subordinados, lo anterior puede resultar atractivo en cuanto los nuevos recursos económicos pueden salvar al deudor de la situación de crisis patrimonial, alejando el fantasma de la insolvencia (y del concurso), y beneficiándose indirectamente del crédito otorgado por el nuevo acreedor (ahora beneficiario). Este último, por su parte, estará asumiendo una cuota importante de riesgo porque su préstamo se dirige precisamente a una empresa que pasa por un periodo de crisis patrimonial, pero tal riesgo se mitigará en caso que ni siquiera la aportación de recursos logre remediarla ya que se situará en mejor pié que el resto de los acreedores ordinarios en la distribución de la masa. Como indicáramos *supra*, Capítulo I, 3.1, se trata éste del supuesto que dio origen a la subordinación en los Estados Unidos de América.

La idea de la financiación bajo el manto tutelar concedido al *fresh money* se estructura desde la constatación del máximo riesgo que asume el nuevo acreedor. De este modo, normalmente se tratará de financiaciones a corto plazo, con una serie de cláusulas adicionales que protejan fuertemente la posición del financiador, normalmente un banco o sindicato de bancos, dependiendo de la magnitud del plan de refinanciación. Estos contratos incluyen estrictas cláusulas de vencimiento anticipado (por cambios de control, cambios en la administración, incumplimiento de ciertos *ratios* financieros, etc.), limitaciones en el ejercicio de la actividad del deudor (referidos, por ejemplo, a la constitución de nuevas garantías o la contratación de nuevo endeudamiento, la celebración de cierta clase de contratos riesgosos y la distribución de dividendos) y supervisión en el uso de los fondos⁷⁷⁵.

Pero la protección del nuevo financiador requiere también del otorgamiento de un mejor derecho al cobro para el caso que la operación de salvamento fracase, cuestión que – si bien en un inicio siguió una lógica de los negocios de subordinación – ha encontrado cabida en algunas soluciones legales del Derecho comparado bajo la denominación de “*fresh money*”. La tendencia es preferir el crédito que ha sido aportado precisamente a efectos de remediar la situación de crisis, posibilitando la subsistencia de la empresa, aún en desmedro de los acreedores anteriores.

⁷⁷⁴ Sobre el particular, puede consultarse WOOD, 1990, p. 3, quien establece como una de las finalidades típicas de la subordinación la búsqueda de la supervivencia de la empresa sin necesidad de seguir los procedimientos formales de rehabilitación o liquidación de la empresa. Adicionalmente, ALEMANY, 2004 (recurso electrónico), acota que: “La financiación subordinada puede romper el círculo vicioso del deudor sin crédito y sin esperanza de obtenerlo por las vías tradicionales.”

⁷⁷⁵ WOOD, 2007, pp. 675 - 676.

Algún antecedente encontramos, por ejemplo, en el Derecho norteamericano, en el que se admiten varias fórmulas que propician la obtención de crédito por parte del *trustee* para la continuidad del negocio ("*post-petition financing*"). La protección, eso sí, se concede dentro del marco de un procedimiento concursal y no como una solución extraconcursal. En cualquier caso, la lógica de esta protección es similar a la del *fresh money*, y supone, en un nivel más extremo, que el tribunal puede incluso permitir la celebración de nuevos créditos con una garantía de rango superior a las existentes, siempre que el *trustee* logre comprobar que no ha podido obtener otro tipo de crédito y que se protegerá de alguna manera la posición del acreedor cuya garantía resultará subordinada (§ 364(d) USC 11). Los mecanismos ofrecidos por el § 364 USC 11 forman parte de un sistema de incentivo y de protección a la financiación concursal, entre los cuales se encuentra la concesión de una preferencia para el pago aún sobre todos los demás acreedores ordinarios y garantizados del deudor.

La lógica de estas disposiciones gira en torno a la idea de que de no fortalecerse legalmente esta clase de financiaciones, probablemente el deudor no podrá hacerlo por una vía convencional, sea por los altos niveles de riesgo o por los costes de transacción asociados. Así, bien podría pensarse que la alternativa a la celebración de negocios de subordinación particular parece bastante más simple, al tiempo que permanece ajena a los medios de control que el legislador ha exigido para la protección de los demás acreedores. No sería necesario cumplir entonces con los filtros del citado § 364(d) USC 11, que – conforme advierte MCCORMACK- se han aplicado estrictamente por parte de los tribunales en el sentido de comprobar que el valor de la garantía será suficiente para la cobertura de la antigua y de la nueva deuda⁷⁷⁶. Pero esta alternativa supondría convencer a todos los demás acreedores del deudor de las fortalezas del plan de refinanciación y de la conveniencia de la posposición de sus créditos a favor del nuevo financiador. En el caso de los créditos ordinarios, ello significaría la identificación de todos los créditos a efectos de la suscripción de los correspondientes "acuerdos de subordinación". Y, en el caso de los acreedores garantizados, de la celebración de negocios de posposición de rango y las consecuentes inscripciones registrales. Los costes de transacción serían, en consecuencia, abrumadores.

Por esta razón, la regulación de las financiaciones concursales en el Derecho norteamericano implica necesariamente la coordinación de dos extremos:

- (i) La protección de la nueva financiación debe justificarse en sus beneficiosos efectos para la continuidad del negocio, al tiempo que (indirectamente) aprovecha a los demás acreedores en tanto aleja al deudor de la catástrofe de la liquidación. Como señala WOOD, la preferencia otorgada a los créditos que resulten de la financiación concursal ("*post-petition financing*") implica la subordinación del resto de

⁷⁷⁶ Gerard MCCORMACK (2008): *Corporate Rescue Law: an Anglo-American Perspective*, Edward Edgar Publishing, Cheltenham, p. 185.

los acreedores, quienes se expondrán a un mayor nivel de riesgo⁷⁷⁷. Pero ese mayor riesgo – que debemos entender como transferencia del valor relativo de los antiguos créditos a la nueva financiación – será el “precio” que los demás acreedores deben pagar a efectos de propiciar el salvamento de la empresa; y

- (ii) El principio que expresa que el concurso no debe variar gravemente los derechos que los acreedores tenían fuera de aquél (el principio de neutralidad al que hicieramos referencia *supra*, Capítulo II, 2.3.2). De este modo, el régimen de las financiaciones concursales debe asegurar el derecho de los acreedores garantizados. Por ello, el § 361 USC 11 exige que la protección de la nueva financiación sea compensada con una indemnización a favor del acreedor garantizado, por ejemplo, mediante el pago de ciertas sumas de dinero, su reemplazo por otra garantía u otra medida semejante.

Un segundo ejemplo lo encontramos en el privilegio concedido en el artículo L.611-11 del *Code de Commerce* francés, conforme al cual, en caso de apertura de un procedimiento concursal (“*sauvegarde*”, “*redressement judiciaire*” o “*liquidation judiciaire*”), las personas que, en virtud del “acuerdo homologado”(artículo L.611-8.II), hubieran concedido al deudor una nueva aportación de tesorería con el fin de permitir la continuidad de la actividad de la empresa y su mantenimiento serán reembolsadas, respecto del importe de dicha aportación, prioritariamente sobre los demás créditos contraídos antes del inicio del procedimiento de conciliación⁷⁷⁸. Sobre esta posibilidad, GARCÍA – CRUCES agrega que la tutela preferente al “*fresh money*” debe considerar “toda la temática relativa al juicio de conveniencia que se hiciera respecto de la publicidad de estos acuerdos, o la regulación de un procedimiento de negociación que asegurara la adecuada tutela de todos los intereses afectados y que pudiera prever la necesaria homologación judicial”⁷⁷⁹.

Conforme explica JACQUEMONT, este privilegio está sujeto a dos órdenes de requisitos: *en primer lugar*, está reservado a los nuevos “aportes en tesorería”, entendidos como los recursos obtenidos por una fuente diversa al aporte de capital efectuados con el fin de asegurar la continuidad de la actividad de la empresa; y, *luego*, que el aporte sea una pieza integrante de las negociaciones alcanzadas en el marco de un “acuerdo homologado”⁷⁸⁰. En relación con este segundo aspecto, cabe añadir que en

⁷⁷⁷ WOOD, 2007, p. 719.

⁷⁷⁸ Al mismo régimen se sujetan los créditos de las personas que, en virtud del “acuerdo homologado”, aporten un nuevo bien o servicio con el fin de garantizar la continuidad de la actividad de la empresa y su mantenimiento serán reembolsadas (artículo L.611-11 del *Code de Commerce*).

⁷⁷⁹ GARCIA – CRUCES, 2009, p. 40.

⁷⁸⁰ JACQUEMONT, 2009, p. 66.

el régimen francés, los acuerdos alcanzados entre el deudor y sus acreedores no requieren – a efectos de su validez – de su homologación por parte del tribunal. Pero la homologación conlleva ciertas ventajas para los acreedores, como el otorgamiento de la citada preferencia, producto de la verificación de ciertos requisitos por parte del tribunal. De este modo, el artículo L.611-8.II del *Code de Commerce* señala las siguientes condiciones para la homologación del acuerdo: (i) que el deudor no se encuentre en estado de insolvencia o el acuerdo alcanzado le ponga fin; (ii) que los términos del acuerdo sean susceptibles de garantizar la continuidad de la actividad de la empresa; y (iii) que el acuerdo no perjudique los intereses de los acreedores no firmantes del mismo, sin perjuicio de la posible aplicación de los artículos 1.244-1 a 1.244-3 del Código Civil francés, referidos a la posibilidad de aplazamiento judicial del pago.

En el Derecho español, las posibles ventajas del “*fresh money*” se expresan de un modo algo lejano en la financiación de un “plan de viabilidad” de conformidad a lo dispuesto en el artículo 100.5-II LC. Al igual que en el sistema norteamericano, se trata éste de un supuesto en que ya se ha procedido a la declaración del concurso, de modo que no puede calificarse como un caso de refinanciación preconcursal⁷⁸¹. Sin embargo, asumiendo la voluntad del legislador de fomentar la continuidad del negocio del deudor en crisis, se permite que los acreedores establezcan los términos en que se procederá a la satisfacción de sus créditos, con independencia a su eventual calificación como créditos privilegiados, ordinarios o subordinados. Incluso más, la actual redacción del artículo 100.5 LC vino a corregir la idea del Anteproyecto de Ley Concursal, en el que los créditos ofrecidos para la viabilidad de la empresa quedaban sujetos a la extinción de los créditos privilegiados y ordinarios, a modo de un crédito subordinado. Aún cuando no se llega al extremo del Derecho francés, en el que “por considerar expresamente estos créditos como créditos de la masa no solo porque se devengan durante el procedimiento cuando éste desemboca en convenio, sino porque es previsible que solo de ese modo se propiciará la concesión de créditos para financiar el plan del que depende la continuidad de la empresa deudora”⁷⁸².

En suma, la calificación de los créditos en el ámbito del plan de viabilidad es completamente dejada a la autonomía de las partes, cuestión que hace excepción a las limitaciones establecidas en el artículo 100.3 LC, que impide que las propuestas de convenio consistan “*en la alteración de la clasificación de créditos establecida por la Ley*”⁷⁸³.

⁷⁸¹ Juana PULGAR ESQUERRA (2009a): “Protección de las refinanciaciones de deuda frente a las solicitudes de concurso necesario: sobreseimiento en los pagos y comunicación *ex art.* 5.3 LC en el marco del RDL 3/2009”, *RDCP*, No. 11, p. 50.

⁷⁸² Juana PULGAR EZQUERRA (2004): “Artículo 100”, en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juana Pulgar Ezquerria, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), T.I., Dykinson, Madrid, p. 1.044.

⁷⁸³ Ya nos indica Emilio BELTRÁN SÁNCHEZ (2007d): “Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación”, *ADCo*, No. 10, p. 515, que “Se trata del único caso en el que la naturaleza de unos determinados créditos y, por consiguiente, el régimen de exigibilidad, no depende de la Ley, sino de lo que el propio convenio establezca.”

Esta referencia no debe entenderse únicamente a la forma y tiempo en que los créditos deben pagarse durante la vigencia del convenio, sino que debe extenderse también al supuesto de su incumplimiento y posterior liquidación de la empresa⁷⁸⁴. De este modo, añade BELTRÁN, “El convenio podrá establecer que los créditos sean satisfechos *como* «créditos contra la masa» o como «créditos concursales», sean privilegiados, sean ordinarios o sean incluso subordinados. Se establece, en definitiva, que el concursado podrá pactar con los terceros el carácter del crédito, o, lo que es lo mismo, una forma especial de subordinación convencional”⁷⁸⁵.

Por último, cabe mencionar que la protección de los acuerdos de refinanciación ha tenido una cierta recepción en el ordenamiento jurídico español con el RDL 3/2009, de 27 de marzo, por medio de la incorporación de una Disposición adicional cuarta a la LC⁷⁸⁶. Pero la definición de los acuerdos de refinanciación contenida en la citada norma supera la idea de los nuevos recursos otorgados para la viabilidad de la empresa, en tanto no sólo incluye la “*ampliación significativa del crédito disponible*”, sino también “*la modificación de sus obligaciones, bien mediante la prórroga de su plazo de vencimiento, bien mediante el establecimiento de otras contraídas en sustitución de aquéllas*”⁷⁸⁷. Sin embargo, más importante aún para el tema en estudio, es que la citada disposición sólo gira en torno a la idea de excluir ciertos acuerdos de refinanciación, y los negocios, actos y pagos realizados y las garantías constituidas en ejecución de tales acuerdos, del régimen de las acciones de reintegración del artículo 71.1 LC⁷⁸⁸. La exclusión del régimen reintegrador, sin embargo, se encuentra condicionada al cumplimiento de los requisitos legalmente establecidos para intentar asegurar, al menos, que la refinanciación estaba dirigida a “dar continuidad a la actividad empresarial, y no como una simple estrategia destinada a aplazar la ineludible solicitud de concurso”⁷⁸⁹.

⁷⁸⁴ GONZÁLEZ GOZALO, 2004, p. 1.167.

⁷⁸⁵ BELTRÁN, 2007d, p. 516.

⁷⁸⁶ Disposición que, como advierte Juana PULGAR EZQUERRA (2009b): “Estrategias preconcursales y refinanciaciones de deuda: escudos protectores en el marco del RDL 3/2009”, en AA.VV., *Implicaciones Financieras de la Ley Concursal* (dir. Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), La Ley, Madrid, p. 55, toma como modelo los *Accordi di Risanamento* contemplados en el artículo 67.3 de la *Legge Fallimentare* italiana.

⁷⁸⁷ Pero, como destaca GARCÍA-CRUCES, 2009, p. 22, la citada norma confiere una noción funcional y no material de los acuerdos de refinanciación, en términos que “sólo pretende sentar una regla de limitación del ámbito de aplicación de estas normas particulares.”

⁷⁸⁸ Sobre la necesidad de esta reforma en razón de la situación de los acuerdos de refinanciación antes del RDL 3/2009, *vid.* Juana PULGAR EZQUERRA (2006): “Licitud y temporalidad de los acuerdos amistosos extrajudiciales: Riesgos para los intervinientes en un eventual concurso”, *RDCP*, No. 5, pp. 58 – 61.

⁷⁸⁹ Juan SÁNCHEZ – CALERO (2010): “Refinanciación y reintegración concursal”, *ADCo*, No. 20, p. 21.

En consecuencia, el régimen especial de los “acuerdos de refinanciación” no está conjurado sobre la base de todos los “escudos protectores” a los que hace referencia PULGAR, incluyendo limitaciones a la apertura del concurso o las ejecuciones individuales (“*standstill provisions*”)⁷⁹⁰ ni al otorgamiento de preferencias legales al nuevo financiador⁷⁹¹. El único centro de atención se refiere al problema que se había detectado en razón de una jurisprudencia bastante estricta, que había rescindido las garantías reales que amparaban esta clase de acuerdos conforme a los términos de los artículos 71 y siguientes de la LC⁷⁹². Como señala GARCÍA-CRUCES, “De este modo, todas las muchas cuestiones y dudas que suscita la práctica de esta clase de acuerdos quedan al margen de la consideración del legislador quien, en esta temática, parece querer ofrecer una respuesta particular frente algún pronunciamiento jurisprudencial que generó una gran inquietud entre los acreedores profesionales, auténticos protagonistas en el tráfico de los acuerdos de refinanciación dirigidos a evitar la declaración de concurso del deudor al que se refinancia”⁷⁹³.

En razón de lo anterior, en el Derecho español - como en el chileno - el otorgamiento de un mejor derecho al pago al financiador que pretende “salvar” la empresa requerirá acudir a la lógica negocial, sea mediante el otorgamiento de ciertas garantías reales de primer grado respecto a los bienes del deudor, sea mediante la

⁷⁹⁰ Aunque alguna mención cabe hacer respecto a una forma especial de esta clase de acuerdos, previstas en los artículos 6 y 7 del RDL 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, referidos a los planes de actuación que deben presentar esta clase de entidades en situaciones de debilidad de su situación económica - financiera. De este modo, la Disposición adicional tercera del mismo RDL dispone que “*El deber de solicitar la declaración de concurso no será exigible a la entidad de crédito que, dentro de los supuestos previstos, haya presentado alguno de los planes a que se refieren los artículos 6 y 7 de este Real Decreto-ley. En estos casos no se proveerán por el juzgado competente las solicitudes de concurso referidas a una entidad de crédito que puedan presentarse.*”

⁷⁹¹ PULGAR, *RDCP* 5 (2006), pp. 44 y ss. E, incluso agrega en PULGAR, *RDCP* 11 (2009a), p. 50, que la ausencia de la tutela preferente del “*fresh money*” bien puede condenar al fracaso cualquier impulso a la refinanciación de las empresas en crisis.

⁷⁹² *Vid.*, especialmente, Cristina GUILARTE MARTÍN-CALERO (2009): “Refinanciación de deuda y perjuicio patrimonial (Un apunte crítico de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Madrid de 21 de mayo de 2007)”, *RDCP*, No. 10, pp. 295 – 300; y José María FERNÁNDEZ SEIJO (2009): “Los acuerdos extrajudiciales de refinanciación empresarial y la declaración de concurso”, en AA.VV., *Crisis Inmobiliaria y Derecho Concursal* (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 45 y 46. En virtud de esta sentencia el tribunal no sólo admitió el régimen de reintegración del artículo 71 LC, sino que también consideró probada la mala fe del banco acreedor, condenando el crédito de restitución a la subordinación *ex* artículo 92.6 LC.

⁷⁹³ GARCÍA-CRUCES, 2009, p. 19. No obstante, téngase presente la opinión de CARRASCO, 2009, pp. 444 y 445, quien objeta la efectividad de la reforma a la LC, en el sentido de “blindar” efectivamente a los acuerdos de refinanciación del ejercicio de las acciones de reintegración. A su juicio, sólo habría verdadera protección si el juez concursal no pudiese admitir esta clase de acciones ante el cumplimiento de los requisitos internos y externos previstos en la Disposición adicional cuarta de la LC, cuestión que no sería real en tanto el tribunal siempre debe apreciar “la funcionalidad del acuerdo, no la secuencia del procedimiento utilizado para producirlo.”

celebración de los correspondientes negocios de subordinación particular, con los costes asociados que estas soluciones implican.

Ahora bien, cabe hacer una distinción en referencia a tales mecanismos: el otorgamiento de garantías reales sobre bienes del deudor requerirá necesariamente de su consentimiento, y – celebrado en el periodo de dos años fijado en el artículo 71.1 LC, podrá estar sujeto al régimen de reintegración de los artículos 71 y siguientes de la LC. Para escapar de este riesgo, la Disposición adicional cuarta LC requiere que la garantía sea otorgada en el marco del acuerdo de refinanciación, lo que no sólo supone el cumplimiento de sus requisitos formales (una mayoría reforzada de tres quintos del pasivo, el informe de un experto independiente y su formalización en instrumento público), sino también que el acreedor conceda nueva financiación al deudor o se reordene su pasivo mediante la novación de las obligaciones o el otorgamiento de nuevos plazos, todo ello con miras a la continuidad del deudor en el corto y mediano plazo. Pero esta disposición también exige que las garantías sean proporcionales conforme a las condiciones normales del mercado. Al decir de GARCÍA-CRUCES, “se trata de actuar un control material – proporcionalidad y significado – del trato particular dispuesto a favor de un acreedor partícipe en el acuerdo de refinanciación. Desde luego, esta tarea de verificar la procedencia de tal tipo de pactos encierra una notable complejidad y se confía, en un primer momento, a la labor que – a través de su informe – desarrollan los expertos independientes y que, posteriormente, tras la declaración del concurso, podrá llevarse a cabo por el juez del concurso”⁷⁹⁴.

En cambio, siguiendo la solución de la subordinación particular, tal régimen especial no es necesario. Estos negocios no involucran la participación del deudor (aunque es probable que sea su promotor), sino sólo de los acreedores afectados por la nueva graduación. Así, el negocio de subordinación particular no puede quedar afectado por el régimen de reintegración en el eventual concurso del deudor. Por este motivo, desde la perspectiva del Derecho español, el financiador externo no requerirá cumplir con las exigencias formales ni sortear los filtros normativos de la Disposición adicional cuarta de la LC para obtener una protección especial por parte del ordenamiento jurídico en tanto éste – sólo focalizado en las acciones de reintegración – no le confieren una seguridad que requiere para la estabilidad de su negocio.

Además, y ahora desde el punto de vista del deudor, concordamos con ARAYA cuando da cuenta de que la subordinación voluntaria puede resultar tanto más conveniente que la exigencia de garantías reales, alternativa que también le otorga una situación preferente basada (como fuente próxima) en la declaración de voluntad del deudor⁷⁹⁵. Ello, por las especiales características de la preferencia originada en una garantía real. *En primer término*, esta preferencia tendrá el carácter de especial, de

⁷⁹⁴ GARCÍA-CRUCES, 2009, p. 39.

⁷⁹⁵ ARAYA, 1999, p. 59.

manera que seguirá considerándose un acreedor ordinario por el excedente del valor del bien objeto de la garantía. Por ello, para obtener una solución similar a la que se genera producto de la subordinación, debería procederse a constituir garantías mobiliarias e inmobiliarias sobre todos los activos embargables del deudor, lo que eleva considerablemente los costes de transacción. *En segundo lugar*, la preferencia recae sobre bienes específicos, de manera que queda sujeta a los riesgos de su minusvalía, deterioro y pérdida, sin contar con el hecho de que probablemente no quedarán muchos activos valiosos libres de garantía.

Ahora bien, siguiendo la lógica de los negocios de subordinación particular, los primeros acreedores que aceptarán su celebración serán las personas especialmente relacionadas al deudor. Ello por cuanto serán éstos los más interesados en reflotar la empresa por medio de la inyección de nuevos recursos, eludiendo la apertura de un procedimiento concursal⁷⁹⁶. En el sistema español, sin embargo, la celebración de esta clase de negocios no será necesaria en caso que el acreedor sea calificado como “persona especialmente relacionada” conforme al artículo 93 LC. La subordinación tendrá en este caso un origen legal, aunque generalizada a todos los demás acreedores del deudor y no sólo al financiador externo.

Sin embargo, nada obsta a que terceros acreedores ajenos al deudor consientan en la subordinación particular de sus créditos si es que ven en la continuidad del negocio del deudor el mejor escenario para obtener un pago. Para estos efectos, el mencionado acreedor deberá efectuar un análisis comparativo entre los siguientes supuestos: *primero*, el caso en que decide no subordinar sus créditos, exponiéndose al resultado del concurso, para lo cual ponderará sus expectativas de cobro considerando las fuerzas patrimoniales del deudor y la calificación de su crédito como preferente u ordinario; y, *luego*, el supuesto en que, si bien subordina sus créditos, estima que el déficit del deudor no responde a una falla estructural del negocio, sino a una coyuntura económica que bien puede ser salvada mediante el otorgamiento de nuevos recursos. Sólo en el caso en que el acreedor estime que los beneficios del segundo escenarios son superiores a los del primero estará dispuesto a posponer sus créditos al del financiador externo.

Pero una diferencia práctica entre la subordinación pactada con los acreedores internos y los acreedores ajenos normalmente se refiere a su extensión y “profundidad”. La necesidad de subsistencia de la empresa significará un sacrificio mayor de parte de los primeros, por lo que estarán dispuestos a subordinar íntegramente su crédito (capital e intereses), e incluso a postergar su pago hasta la extinción del crédito beneficiario. Sin embargo, esta profundidad no será común en los acreedores externos, en cuanto condiciones tan estrictas normalmente desincentivarán la celebración del negocio de subordinación y postergación.

⁷⁹⁶ En este sentido, como señala ARAYA, 1999, p. 89, los acreedores relacionados no sólo tendrán interés en la concesión del nuevo crédito como modo de aumentar indirectamente sus posibilidades de cobro, sino especialmente por su interés en la conservación de la empresa.

2.4. *La subordinación voluntaria particular en el ámbito de la adquisición de empresas: el mecanismo de la financiación intermedia o "mezzanine finance"*

La fórmula de la financiación "de entresuelo" - o "intermedia", como prefiere traducir VANONI – es aquella en que el reembolso del crédito se coloca, en un plano económico y jurídico, entre los créditos (privilegiados, ordinarios y/o subordinados) y el capital de riesgo⁷⁹⁷. Estos conceptos no se alejan de cualquier fórmula de financiación subordinada en los términos explicados en este trabajo, por lo que aún falta dar cuenta de su uso en una determinada esfera del tráfico y de unas específicas modalidades de entrega, reembolso y remuneración del empréstito⁷⁹⁸.

En términos muy generales, FERRÉ señala que "a través de la subordinación intermedia, conocida en la jerga del mercado financiero como *mezzanine debt*, se consiguen captar fondos para determinadas operaciones que, por la magnitud de la empresa que se va a adquirir, precisan de un alto grado de endeudamiento (...) Los prestamistas principales pueden estar dispuestos a dotar de más fondos al prestatario al tener una mayor garantía de recobro por existir determinada deuda subordinada – el llamado colchón de subordinación-, cuyos titulares – los *mezzanine creditors* – acostumbra beneficiarse tanto de un interés alto para compensarles por el mayor riesgo que asumen, como de la posibilidad de convertir en un futuro su deuda en acciones"⁷⁹⁹.

Una ventaja de la financiación de entresuelo es que, al igual como ocurre en los negocios de subordinación general (*supra*, Capítulo IV, 1.3.1), incrementa el nivel de apalancamiento de la empresa: posibilitará la existencia de un mayor nivel de financiación principal en tanto éstos reconocerán en el *mezzanine finance* un colchón asimilable al capital accionario⁸⁰⁰. Un mayor grado de apalancamiento es útil para la sociedad adquirente en tanto el endeudamiento se beneficia del efecto tributario que permite rebajar los intereses de la financiación de su carga impositiva.

Siguiendo la caracterización propuesta por GRAHAM y COYLE, los aspectos claves de la financiación intermedia son los siguientes⁸⁰¹:

⁷⁹⁷ Silvia VANONI (2009): "Mezzanine finance", *pendiente de publicación*.

⁷⁹⁸ Valerio LEMMA (2007): "Mezzanine finance: nuova generazione di prestito subordinato?", *BBTC*, Vol. 60, No. 1, p. 95.

⁷⁹⁹ FERRÉ, 2006, p. 228.

⁸⁰⁰ Rory BROOKS (1990): "Theory and practice of mezzanine finance", *I. Bus. L.*, No. 18, p. 445.

⁸⁰¹ Alastair GRAHAM y Brian COYLE (1998): *Venture Capitals and Buy-Outs*, Fitzroy Dearborn, Chicago, pp. 91 - 92.

- (i) *La financiación intermedia llena el vacío entre la financiación principal y las aportaciones de capital (“financial gap”), concediendo un mejor derecho de pago a la primera:*

La financiación de entresuelo tiene como especialidad su utilización en estructuras en que se requiere de una amplia dotación de recursos – particularmente para solventar la adquisición de una empresa – de tal suerte que es necesaria la creación de diversas capas de endeudamiento, cada una con un diferente nivel de riesgo involucrado.

Al tiempo que una determinada entidad concluye las ventajas de adquirir un negocio en marcha, es frecuente – e incluso conveniente - la búsqueda de recursos externos para procurar el pago del precio. Normalmente esta clase de operaciones no forma parte de las actividades corrientes del adquirente, sino que se tratará de una situación excepcional destinada al cumplimiento de un plan de negocios. Por ello, es inusual que el adquirente tenga reservados fondos suficientes como para poder enfrentar por sí solo este proceso.

Como es de suponer, los recursos necesarios pueden obtenerse vía aumento de capital o vía endeudamiento. La primera alternativa será frecuentemente descartada en cuanto, *por una parte*, implica la dilución del capital accionario, y, *por la otra*, carece de las ventajas que implica la posibilidad de descargar los intereses del endeudamiento de su carga tributaria. Sin embargo, la financiación externa de esta clase de operaciones suele ser muy cara, en atención al nivel de riesgos involucrados, lo que hace que sea cada vez más frecuente acudir a estructuras en las que la financiación es garantizada por los propios activos y flujos de la empresa adquirida, figura que se conoce como *leveredged buy-out* o LBO⁸⁰².

La búsqueda de tales fondos, dada su magnitud, no puede regularmente lograrse por una sola vía o de parte de una sola entidad de crédito. Es por ello que la obtención de recursos en las operaciones de adquisición de empresas suele contar de varias franjas o capas, con distintas fuentes, características y grados de riesgo.

En un *primer extremo* encontraremos la deuda principal, caracterizada por MASCAREÑAS como “aquella cuyos propietarios tienen el derecho a

⁸⁰² Dicha forma de obtener recursos, si bien a primera vista puede parecer llamativa habida cuenta de que la empresa objeto de la operación resulta en la que soporta el riesgo, es frecuente en otras áreas de financiación. Piénsese en el simple ejemplo del crédito hipotecario para la adquisición de bienes raíces, en el que el deudor garantiza el cumplimiento de sus obligaciones de pago con el valor del inmueble adquirido.

cobrar sus intereses con prioridad respecto a otros tipos de deuda (...), así como también tienen prioridad a la hora del reparto en caso de liquidación de la empresa”⁸⁰³. Sus concedentes – normalmente sindicatos de bancos – soportan un menor riesgo en razón del otorgamiento de garantías que aseguran el cumplimiento de la deuda, las cuales recaerán sobre activos y cuentas por cobrar de la empresa adquirida, circunstancia que implicará un menor rendimiento de la deuda⁸⁰⁴. En el *otro extremo* se encontrarán los recursos aportados por la propia entidad adquirente de sus fondos propios, sea que existan reservas (o excedentes) o sea previa capitalización de la misma por medio de un aumento del capital accionario. Tal colchón de financiación es necesario si se tiene en cuenta que se exigirá que un porcentaje del riesgo de la operación recaiga directamente en la entidad adquirente o en sus socios, soportándolo de mayor modo en razón de tratarse de un pasivo no exigible. Los beneficios para éste colchón serán, sin embargo, el recibir las utilidades (esperadas) que resulten en definitiva del proceso de adquisición.

No obstante, puede ocurrir que ambos extremos no cubran todas las necesidades económicas del adquirente para estos efectos (el denominado “*financing gap*”), de manera que debe recurrirse a una clase de financiación intermedia entre la deuda principal y los recursos propios, gráficamente denominado como “financiación de entresuelo” o “*mezzanine debt*”⁸⁰⁵. Mayor será la presencia de esta forma de deuda al tiempo que no pueda obtenerse una financiación adecuada por cualquiera de los extremos antes indicados: en el caso de la deuda principal, ello ocurrirá – por ejemplo – en todos los casos en los que los activos de la empresa objetivo no sean lo suficientemente atractivos para el otorgamiento de la garantía⁸⁰⁶; y, en el caso de la emisión de acciones, cuando los accionistas de la empresa adquirente no estén dispuestos a soportar más que un determinado nivel de dilución.

⁸⁰³ Juan MASCAREÑAS PÉREZ IÑIGO (1997): *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw Hill, Madrid, p. 238.

⁸⁰⁴ Íñigo ERLAIZ COTELO (2004): “Adquisiciones especiales por su objeto”, en AA.VV., *Fusiones y Adquisiciones de Empresa* (dir. José María Álvarez Arjona y Ángel Carrasco Perera), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 390.

⁸⁰⁵ MASCAREÑAS, 1997, p. 241, da cuenta que dicho déficit alcanza aproximadamente al treinta por ciento de la financiación necesaria. El setenta por ciento restante se descompone en cincuenta por ciento por parte de la deuda principal y veinte por ciento de financiación vía recursos propios.

⁸⁰⁶ *Vid.* Mike WRIGHT *et al* (1991): *Buy-ins and Buy-outs: New Strategies in Corporate Management*, Graham & Trotman, Londres, p. 119, quienes ejemplifican lo anterior acudiendo a los casos en que el elemento de “*goodwill*” (derecho de clientela) de la empresa sea tan importante que incremente el precio de la empresa adquirida sin posibilidad de constituir una garantía sobre el mismo.

La graduación del riesgo entre las diferentes capas de financiación responderá a la posibilidad de que el financiador recupere la inversión realizada si la empresa llegare a fracasar, cuestión que nos reconduce a la idea de la prelación de créditos. La pirámide estará encabezada por aquellos créditos que se han premunido de un mejor derecho al cobro (financiadores principales o “*senior creditors*”). Su preferencia en el pago estará dada por dos mecanismos de protección: (i) la constitución de garantías reales de primer grado sobre los activos y flujos de caja de la empresa adquirida; y (ii) la celebración de negocios de subordinación por parte de los financiadores inferiores (“*mezzanine creditors*”) para todos aquellos casos en los que el valor de la garantía no alcance a satisfacer el importe total de la deuda beneficiaria.

La deuda intermedia se caracteriza entonces por estar en una situación subordinada a la deuda principal, circunstancia que estimamos necesario revisar con mayor detenimiento en atención a la temática del presente trabajo. Dicha subordinación no se refiere exclusiva y necesariamente a la subordinación voluntaria de la manera estudiada en las páginas precedentes, sino que se refiere únicamente al hecho de que el acreedor principal tenga preferencia en el pago de su deuda, lo cual puede derivar de diferentes circunstancias. De esta manera, el acreedor de entresuelo no deja de ser tal por aceptar la constitución de garantías a su favor, en tanto sus derechos se encuentren subordinados al crédito principal como garantías en segundo grado⁸⁰⁷. Lo anterior puede lograrse constituyendo gravámenes reales sobre los activos de la empresa adquirida en diferentes grados, de manera que el primero de ellos corresponda única y exclusivamente al acreedor que ha prestado la financiación principal⁸⁰⁸.

Hacemos presente lo anterior dado que igualmente podrá entenderse la financiación de entresuelo sin recurrir a la figura de la subordinación voluntaria, sin perjuicio que pueda ser usual hacer uso de ella teniendo en cuenta que los gravámenes reales otorgan una preferencia de carácter especial, de manera que los créditos siempre serán considerados ordinarios en todo cuanto no hayan podido ser satisfechos con el producto de la realización de los mismos. Por ello, será conveniente la

⁸⁰⁷ Cfr. WRIGHT *et al*, 1991, p. 121, quienes comentan que es poco probable que el préstamo de entresuelo no se encuentre garantizado, pero puede incluir garantías de segundo grado sobre ciertos bienes, constituyendo la relación legal entre el acreedor principal y los prestamistas de entresuelo (“*mezzanine lenders*”) un punto clave en caso de incumplimiento del deudor.

⁸⁰⁸ Vid. Patrick GAUGHAN (1991): *Mergers & Acquisitions*, Harper Collins Publishers, Nueva York, p. 286, quien sostiene que la deuda subordinada suele tener un derecho de segundo grado en los bienes sujetos a garantía.

suscripción de documentos que dejen constancia de la subordinación voluntaria del acreedor de entresuelo (“*mezzanine creditor*”) a modo de otorgar una protección a todo evento al titular del crédito principal.

- (ii) *Aunque pueden ser de corto plazo, suelen estar postergadas a la extinción de la financiación principal:*

Es habitual que la estructura de la deuda de entresuelo contemple una postergación del pago de capital e intereses por un periodo que supere el plazo de restitución de la deuda principal⁸⁰⁹. Lo anterior porque la postergación otorga una mayor seguridad para el financiador principal (*supra*, Capítulo I, 2.1), y porque, como explica MASCAREÑAS, “Un alto grado de apalancamiento hace aumentar el rendimiento de las acciones si la nueva empresa resultante de la fusión o adquisición funciona bien en el futuro. Ahora bien, ello también proporcionará un aumento del riesgo financiero si los flujos de liquidez futuros no son generados en la cantidad que se esperaba y difícilmente pueden hacer frente a los gastos financieros fijos. Para intentar evitar esto es conveniente emitir la deuda de entresuelo que no implique efectuar ningún pago por amortización del capital durante el primero e, incluso, el segundo quinquenio (si dura más de diez años); más aún podría emitirse deuda del tipo cupón cero (sin pago de intereses) durante un período de 5-7 años al final de los cuales se pagarían los intereses acumulados”⁸¹⁰.

Alternativamente, ERLAIZ comenta sobre la posibilidad de fijar un calendario de pagos para la financiación de entresuelo, siempre que se pacte contractualmente que los *mezzanine lenders* no puedan declarar el vencimiento anticipado de la deuda si el deudor ha retardado el pago del capital o intereses de la deuda principal o sin la autorización previa y escrita de los deudores principales⁸¹¹. Esta opción, sin embargo, no quita que la financiación de entresuelo quede efectivamente subordinada a la deuda beneficiaria para el caso de apertura de un procedimiento concursal.

- (iii) *La retribución de la financiación intermedia generalmente se compone de una combinación entre una tasa de interés y los retornos esperados del denominado “equity kicker”:*

⁸⁰⁹ ERLAIZ, 2004, p. 391.

⁸¹⁰ MASCAREÑAS, 1997, p. 242.

⁸¹¹ ERLAIZ, 2004, p. 392.

El concepto de financiación de entresuelo no hace referencia a un único modelo de contratación, sino sólo es descriptivo de un producto financiero que logra situarse en un plano intermedio entre deuda y capital en estructuras complejas de financiación. Por ello, las opciones de financiación intermedia son múltiples, dependiendo de la calificación del riesgo efectuada por los inversores. WRIGHT *et al* comentan que, como máximo, los instrumentos de entresuelo suelen implicar un mayor interés que un préstamo bancario tradicional, pero no cuentan con opción de convertibilidad en participación societaria (el denominado “*equity kicker*”); y, como mínimo, los instrumentos de entresuelo pueden incluir tales opciones pero son del tipo cupón cero (“*zero coupon*”, esto es, que no pagan intereses durante su vigencia)⁸¹². Entre estas posiciones polares, pueden utilizarse varios tipos de financiaciones, con diferentes niveles de interés y derechos de conversión, estructurados de acuerdo a las necesidades percibidas para el negocio en particular y la preferencia a la remuneración por el riesgo de los posibles inversores. Incluso, ERLAIZ advierte las ventajas de que la financiación de entresuelo esté conformada como un préstamo participativo, especialmente en razón de la posibilidad de computarla como fondos propios a los efectos de los artículos 163 y 264 LSA, “que no es una ventaja en una sociedad en que cabe esperarse beneficio cero y posiblemente pérdidas por un tiempo”⁸¹³.

La retribución de la financiación intermedia se compone usualmente de dos elementos: el *primero* será una tasa de interés predeterminada, fija o variable, que permite asegurarse un rendimiento mínimo de la inversión; y el *segundo* estará constituido por un derecho de opción (“*warrant*”) para la adquisición del capital de la empresa financiada, permitiendo al acreedor transformarse en socio de una sociedad que ha experimentado una plusvalía⁸¹⁴. A partir de esta conversión, el financiador (ahora socio) tendrá derecho a acciones de un valor bastante más elevado que el que tenían las acciones de la sociedad al inicio del proceso de financiación, o – de no querer deshacerse inmediatamente de tales acciones – de un nivel de dividendos que puede ser más alto que los intereses pactados para la financiación intermedia.

Como explica VANONI, la presencia de un “*equity kicker*” no comporta una modificación de la calificación jurídica de la financiación de entresuelo, tratándose exclusivamente de la atribución de un derecho adicional para adquirir una participación en el capital del deudor

⁸¹² WRIGHT *et al*, 1991, p. 121.

⁸¹³ ERLAIZ, 2004, p. 391.

⁸¹⁴ LEMMA, BBTC 60.1 (2007), pp. 95 y 96.

financiado⁸¹⁵. En todo caso, la posibilidad de conversión en acciones hace necesario apuntar que se puede producir una dilución futura por parte de los accionistas, generalmente en los casos en que la empresa adquirida demuestre una mayor rentabilidad⁸¹⁶. No obstante, se trata de un incentivo que los financiadores pueden requerir a modo de condicionante del crédito especialmente en atención a su carácter de subordinado a la deuda principal, permitiendo una rebaja en la tasa de interés aplicable.

El rendimiento total de la financiación intermedia dependerá de las condiciones de mercado y la percepción del riesgo por parte de los inversores. Pero, en todo caso, la combinación entre la tasa de interés y los retornos esperados del “*equity kicker*” deberían ofrecer al financiador intermedio un retorno total que se coloque entre los que corresponden al financiador principal y a los socios de la sociedad adquirida⁸¹⁷.

- (iv) *El financiador intermedio acepta la subordinación en cuanto su posición está protegida mediante rígidas obligaciones y restricciones impuestos a la sociedad adquirente y a la sociedad adquirida:*

La profundidad y extensión de la degradación de la financiación de entresuelo no puede ser asimilada a la de una financiación subordinada otorgada por personas especialmente relacionadas al deudor. El financiador intermedio será un tercero ajeno a la estructura societaria que, por ese mismo hecho, requerirá de ciertas condiciones contractuales a efectos de aplacar los riesgos que implica la subordinación de su crédito a la financiación principal. Generalmente, esta mayor protección se logrará mediante el establecimiento de ciertas obligaciones y restricciones (“*positive*” y “*negative covenants*”) que limitan las actuaciones de la sociedad adquirente y de la sociedad adquirida.

Estas restricciones son esencialmente financieras y se refieren a la contratación de nueva deuda, a la realización de ciertas inversiones y a incurrir en ciertos riesgos adicionales. En general, obligaciones que aseguren de cierto modo que los flujos de caja de la empresa adquirida serán suficientes como para cubrir al menos el pago de intereses de la financiación externa⁸¹⁸. Considérese especialmente que la financiación intermedia se basa en la capacidad de la empresa en generar flujos de

⁸¹⁵ VANONI, 2009, *pendiente de publicación*.

⁸¹⁶ Sobre este particular, puede consultarse a GAUGHAN, 1991, p. 287.

⁸¹⁷ GRAHAM / COYLE, 1998, pp. 90 - 91.

⁸¹⁸ GRAHAM / COYLE, 1998, p. 91.

caja más que en la existencia de activos, probablemente ya gravados con garantías reales a favor de los financiadores principales.

Por esta razón, la conversión de la financiación en capital por medio del ejercicio del derecho de opción (“*equity kicker*”) no importa necesariamente una dilución de las facultades de administración y gestión de los socios, en tanto éstas habitualmente ya se encontraban limitadas bajo los estrictos términos que se incorporan en el contrato de financiación intermedia⁸¹⁹.

2.5. *Los negocios de subordinación particular en el ámbito de la titulización de activos*

La titulización de activos, describe PAMPILLÓN, es “un instrumento de financiación (y, por tanto, también de inversión financiera) que permite la transformación de un activo que genera una corriente de rentas en valores negociables homogéneos, que son susceptibles de contratarse en mercados organizados”⁸²⁰. No es éste el momento de dar cuenta de la importancia de esta forma de financiación en comparación con otros mecanismos de cesión de flujos (por ejemplo, el descuento, el *factoring*, etc.), ni de profundizar en su régimen jurídico, pero sí dar algunas ideas generales para ilustrar cómo la subordinación voluntaria es un mecanismo que permite el fortalecimiento de la emisión principal a efectos de su mejora en la calificación crediticia (“*credit enhancement*”).

La titulización de créditos pretende hacer llegar al mercado (como adquirente colectivo) ciertos flujos de ingresos, de manera que su generador pueda anticipar su cobro. Su diferencia con mecanismos más simples de cesión o descuento se encuentra en que se “empaquetan” varios créditos con similares características, al tiempo que el cesionario (titulizador) emite nuevos activos – probablemente en forma de obligaciones, cuyo cronograma de pago coincide con la periodicidad y monto de los flujos esperados – para acceder a un mercado más amplio y adecuar los términos de dichas obligaciones a fin de obtener la mayor rentabilidad posible. Pero también supone que tales flujos se liberan de los riesgos operacionales del generador, de forma que deben ser cedidos a una entidad especial que actuará como emisor de los bonos titulizados. Esta transferencia tiene precisamente por objeto separar aguas entre los acreedores del generador de los acreedores de la entidad especial. El mecanismo avanza hasta suponer que esta entidad especial pagará el precio de adquisición de los flujos con los recursos que obtenga de la colocación de los bonos titulizados, de manera que su interés estará dado en lograr el mayor margen posible⁸²¹.

⁸¹⁹ Vid. VANONI, 2009, *pendiente de publicación*.

⁸²⁰ Fernando PAMPILLÓN FERNÁNDEZ (2004): *Apuntes de Tendencias del Mercado Financiero Español*, Dykinson, Madrid, p. 210.

⁸²¹ Christopher W. FROST (1997): “Asset securitization and corporate risk allocation”, *Tul. L. Rev.*, No. 72, p. 103.

Esta forma de financiación también implica una distribución entre los riesgos que las partes pretenden asumir. El generador ha pretendido liberarse de todo riesgo de incumplimiento - o incluso de reducción de los flujos - mediante su cesión, pero tal indemnidad no será siempre admisible si está comprometido en el buen éxito de la operación. La entidad adquirente desea asegurarse el mayor margen posible, de lo que deriva su pretensión de aumentar la calificación de riesgo de los bonos titulizados, y, en cierta medida, protegerse del mismo riesgo de incumplimiento o de reducción de los flujos que ha pretendido el generador. Finalmente, los adquirentes de los títulos sólo analizarán los riesgos implícitos de los activos titulizados, sin fijar su atención en la condición económica de su originador.

La tasa de interés de los bonos titulizados estará en función de la calificación (“*rating*”) efectuada por las agencias especializadas. Por esta razón, las partes estarán interesadas en que la calificación sea la más alta posible, cuestión que dependerá del riesgo implícito en la operación. Las técnicas de mejoras crediticias (“*credit enhancement*”) pretenden disminuir los riesgos a los que eventualmente se expondrían los inversores en atención a la calidad de los activos subyacentes. Si el estructurador no propusiere fórmulas de mejoras crediticias, lo que ocurriría es que los inversores exigirán un pago de intereses más alto para la adquisición de los bonos titulizados, significando también que el precio de adquisición de los activos por parte de la entidad titulizadora será necesariamente más bajo, a modo de acomodar sus márgenes. Ello podrá provocar al menos dos efectos nocivos: *en primer lugar*, que las agencias calificadoras de riesgo concedan tan baja graduación que no se encuentre un mercado suficiente para su adquisición; y, *luego*, que esta estructura resulte tan cara para el generador que probablemente preferirá seguir otros mecanismos de financiación que les resulten más baratos.

El mayor riesgo al que se exponen las personas involucradas en la estructura se refiere a la calidad de los activos subyacentes, cuestión que se relaciona a la mayor o menor certeza de los flujos cedidos, de manera que sean suficientes como para que la entidad titulizadora tenga recursos suficientes como para el pago del capital e intereses de los bonos titulizados. Una menor certeza - calculada en razón del rendimiento histórico de tales activos - requerirá de ciertas medidas que de algún modo aseguren que la entidad titulizadora contará con recursos suficientes para el pago. Considérese adicionalmente que en la estructura típica de la titulización de activos, la entidad titulizadora tiene los activos subyacentes como único patrimonio (a modo de sociedad especial, o “*special purpose vehicle*”), de manera que los inversores no podrán dirigirse a otros bienes para poder cobrar sus créditos.

Los mecanismos de mejora crediticia se configuran entonces como “todos los convenios y apoyos financieros que pacta la sociedad gestora para cumplir con los compromisos pecuniarios no contraídos con los adquirentes de los valores puestos en

circulación”⁸²². Éstos son frecuentemente clasificados como internos o externos, dependiendo de la actuación o no de terceros diferentes a la entidad titulizadora a efectos de facilitar el pago de los bonos titulizados. Las técnicas externas se refieren principalmente al otorgamiento de garantías o seguros de crédito por parte de terceros (relacionados o no al generador) o a la apertura de crédito que sirva de puente para cubrir eventuales disminuciones en los flujos. Pese a su utilidad, los mecanismos externos tienden a evitarse por cuanto la disminución de la calificación del “mejorante” puede implicar la rebaja en la calificación de la emisión de bonos titulizados⁸²³. Por ello surgen ciertos mecanismos internos de mejora crediticia, referidos a la propia estructuración del proceso de titulización, y que incluyen la sobretitulización de activos en relación con el valor de los bonos titulizados (“*excess spread*” u “*overcollateralization*”)⁸²⁴ y la emisión de varias clases de bonos titulizados mediante la fórmula de la subordinación particular (“*senior/subordinated bonds*”). Evidentemente, hemos de profundizar en esta última opción.

Esta fórmula “consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de manera desigual entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la ET [entidad titulizadora]”⁸²⁵. La emisión en tramos superiores e inferiores tiene por objeto elevar la calificación de los bonos superiores (“*senior bonds*”), que representan el grueso de la operación, haciendo que los bonos inferiores (“*subordinated bonds*”) absorban el mayor riesgo de la operación. Si los flujos no fuesen suficientes para el pago de todos los bonos titulizados, los bonos superiores tendrán un mejor derecho al pago. Esta estructura se conforma tanto mediante una postergación del pago de los bonos subordinados hasta después del pago de los bonos beneficiarios, como mediante la consagración de cláusulas de subordinación que operen en la órbita de la prelación de créditos. El resultado será una disminución del riesgo para parte de los inversores principales, pero también su aumento para los adquirentes de los bonos subordinados, quienes solicitarán entonces una mayor retribución por medio de una tasa de interés más elevada⁸²⁶. Este aumento será el coste financiero de esta forma de mejora crediticia⁸²⁷.

Como es de observar, la mejora crediticia sólo beneficiará al tramo superior, de modo que no existe inconveniente en que el tramo subordinado pueda ser adquirido

⁸²² Ángel ALMOGUERA GÓMEZ (1995): *La Titulización Crediticia: (un estudio interdisciplinar)*, Civitas, Madrid, p. 415.

⁸²³ Lamia OBAY (2000): *Financial Innovation in the Banking Industry – the case of Asset Securitization*, Garland Publishing, Nueva York, p. 84.

⁸²⁴ Se trata ésta de una fórmula en la que el valor de los activos cedidos supera el valor de las obligaciones titulizadas, a efectos de asegurar un margen de ganancias para el cesionario en caso que el precio de colocación de estas últimas fuese menor al esperado.

⁸²⁵ ALMUGUERA, 1995, p. 455.

⁸²⁶ Manuel CASTILLA (2002): *Titulización de Créditos*, Civitas, Madrid, p. 318.

⁸²⁷ ALMUGUERA, 1995, p. 455.

incluso por el propio generador de los flujos⁸²⁸. De esta manera, éste consigue dos objetivos: se asegura el derecho a adjudicarse los eventuales excesos entre los activos cedidos y los bonos titulizados, y se consigue mejora la calificación de los bonos principales, rebajando el coste de esta clase de financiación.

En el Derecho chileno existe una referencia explícita a la emisión de bonos subordinados en el artículo 132 de la Ley No. 18.045, de 22 de octubre de 1981, del siguiente tenor: *“Los bonos subordinados emitidos por los patrimonios separados, una vez adicionados a la inscripción los certificados contemplados en los artículos 137 y 137 bis, podrán ser adquiridos por la sociedad emisora de los mismos. En tal caso, no se considerarán para los efectos de acreditar existencia o permanencia del patrimonio mínimo exigido por este artículo”*. Por su parte, la Sección 13.11 de la Norma de Carácter General No. 214, de 1 de febrero de 2008, de la Superintendencia de Valores y Seguros – norma administrativa dictada al amparo de los artículos 144 y 144 bis de la Ley N° 18.045, sobre mercado de valores - dispone que la escritura de emisión de títulos securitizados debe contener, en relación a los antecedentes y características de la emisión, la indicación de *“... cualquier tipo de prelación referente al pago de las acreencias del patrimonio separado a formarse”*.

En el Derecho español, la admisibilidad de las emisiones subordinadas se encuentra implícitamente reconocida en el artículo 2.3.b del RD 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización (el “RD 926/1998”), al disponer que *“En el supuesto de emisiones de valores de carácter principal, no subordinado, atendiendo a las características de los activos del fondo y los valores a emitir con cargo al mismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar su verificación a que las mismas alcancen un nivel mínimo de calificación del riesgo crediticio.”* A contrario sensu, las emisiones de valores de carácter subordinados no podrán estar sujeto a dicha calificación mínima, cuestión que tiene sentido si se estima que se trata de un mecanismo de mejora crediticia.

Además, el artículo 5.6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, dispone que *“Los valores emitidos con cargo a Fondos podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de las participaciones hipotecarias, o cualesquiera otras características”*⁸²⁹. La atención debe ser prestada a la referencia al “derecho de prelación”, que, más que justificarse como una fórmula de preferencia convencional, puede ajustarse de mejor modo a la calificación de emisiones principales y subordinadas.

⁸²⁸ CASTILLA, 2002, p. 260.

⁸²⁹ El artículo 1.2 del RD 926/1998 hace aplicables las reglas de la citada ley a todos los fondos de titulización de activos.

No se trata de un supuesto de subordinación general, esto es, respecto a todos los acreedores del fondo, sino que tiene el carácter de posposición relativa a las emisiones principales. Ello por cuanto el artículo 1.1 del RD 926/1998 reserva las aportaciones sujetas a subordinación general únicamente a aquellas que pueden ser adquiridas por inversores institucionales, entendiéndose por tales a los fondos de pensiones, instituciones de inversión colectiva, entidades aseguradoras, entidades de crédito o las sociedades de valores, que realicen habitual y profesionalmente inversiones en valores negociables (artículo 7.1.a. del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores)⁸³⁰. Esta restricción se fundamenta en el riesgo extremo que soportan estos inversores institucionales, parangonables a los recursos propios del emisor de la misma forma que las financiaciones subordinadas.

La práctica española ha hecho que la subordinación sea la forma más frecuente de “mejora crediticia”. De hecho, como se desprende del **Anexo IV** del presente trabajo (que contiene una referencia a los titulaciones efectuadas durante el curso del año 2009 y el primer semestre de 2010), el mecanismo suele ocuparse por medio de emisiones en varios tramos, consecutivamente pospuestos, a modo de “subordinación en escala”. De esta forma se consigue adecuar los instrumentos a los perfiles de riesgo y rentabilidad requeridas por cada inversor interesado en la emisión.

Una alternativa a la emisión de títulos por clase está dada por la concesión de un préstamo con carácter subordinado a los bonos titulizados. Éstos generalmente tienen por objeto hacer de crédito puente a efectos de hacer frente a necesidades de liquidez producto del desfase temporal entre el cobro de los créditos cedidos y el pago de los bonos titulizados, o – incluso – para soportar los costos iniciales de la emisión mientras no se reciba el pago del precio de los bonos titulizados⁸³¹. A juicio de CASTILLA, no existe inconveniente que este préstamo sea concedido incluso por el originador, aún a pesar de las restricciones del artículo 2.2.b.2 del RD 926/1998 que impide al cesionario el otorgamiento de garantías ni asegurar el buen fin de la operación⁸³². Ello por cuanto la subordinación no resultaría en un recurso directo por parte del generador a favor de los titulares de los bonos titulizados, sino sólo la concesión de un mejor derecho al pago en caso que la operación fracasase.

El recurso a los préstamos subordinados también se ha efectuado para dotar un fondo de reserva que – como mecanismo de mejora crediticia – pretende hacer frente a los eventuales problemas de liquidez de los activos. La estabilidad de esta clase de préstamo subordinado también permite que la “garantía” concedida a los titulares de

⁸³⁰ En este sentido deben entenderse las referencias del citado artículo 1.1. al “derecho al remanente” y el pago sujeto a la satisfacción de “los derechos de crédito de los restantes acreedores”.

⁸³¹ ALMUGUERA, 1995, pp. 444 y 445.

⁸³² CASTILLA, 2002, p. 320.

los bonos titulizados se incrementa en el tiempo a medida que los títulos van siendo amortizados.

Ahora bien, tratándose de negocios de subordinación particular, el hecho de que resulten vinculantes para la administración concursal es crucial para el buen éxito de la operación⁸³³. La lógica indica que será este órgano el que deberá proceder a realizar las operaciones de cálculo del valor relativo de todos los créditos involucrados previo a efectuar cualquier reparto. En caso contrario (suponiendo una especie de "*turnover subordination*") los titulares de los bonos superiores e inferiores concurrirían proporcionalmente en la liquidación patrimonial del deudor, y, acto seguido, los primeros tendrían acción contra los segundos a efectos del reintegro de los fondos. Más allá de los riesgos que esta solución implica para los acreedores beneficiarios, también se evidencia una dificultad práctica: dada la multiplicidad de los acreedores subordinados, la obtención del reintegro supondrá una demanda separada a cada uno de ellos, problema que se potencia porque también son muchos los acreedores beneficiarios.

⁸³³ Más que un negocio de subordinación particular, VANONI, 2000, p. 195, estudia estos casos como fenómenos de "subordinación relativa", caracterizados porque los acreedores beneficiarios son un grupo de acreedores ordinarios considerados de modo colectivo en razón de compartir alguna característica común. La distinción tiene importancia – a su juicio – en razón a la justificación que debe otorgarse a la posibilidad que un tercero determinable (titular de la obligación beneficiaria) adquiera el derecho a la restitución de los fondos aún sin formar parte del negocio de subordinación. Distinción que, a nuestro parecer, no tiene relevancia en tanto discrepamos de la señalada autora en la calificación de esta clase de negocios como obligaciones de dar (de reintegro), sino como modificaciones convencionales a las reglas de prelación de créditos.

CAPÍTULO V

RÉGIMEN JURÍDICO

1. Introducción

El principal criterio de clasificación de los negocios de subordinación que nos ofrece la doctrina es aquél que se basa en el grado de determinación de los acreedores beneficiarios. De tal suerte, suelen distinguirse los supuestos de “subordinación general” en contraposición a los supuestos de “subordinación particular”⁸³⁴. Pero antes de entrar en materia, bien vale un comentario general: la diferencia no se traduce únicamente en una cuestión cuantitativa, esto es, a cuántos acreedores se pretende beneficiar, sino en las diversas finalidades económicas buscadas por tal designación que estudiamos en el Capítulo precedente. Estas diferencias necesariamente incidirán en la elaboración de su régimen jurídico.

Cabe recordar que hablar de “subordinación voluntaria” significa resumir un concepto un tanto más complejo: nos referimos a la consecuencia jurídica que resulta de excluir la regla de distribución proporcional y reemplazarla por otra que sitúa al crédito en el último orden de la escala de prelación (subordinación general) o en un orden de prelación inferior sólo respecto a determinados créditos (subordinación particular). Como es de anticipar, por tanto, los negocios de subordinación deben estar destinados a desplegar sus consecuencias tanto dentro como fuera del concurso, siempre que deba recurrirse a las reglas de coordinación crediticia.

Sin embargo, el hecho de que del negocio de subordinación resulte una nueva regla de graduación de créditos no implica que el ordenamiento jurídico no pueda apreciar en el crédito afectado un desmejoramiento en sus posibilidades de cobro que admita un tratamiento concursal más estricto. Ciertos ordenamientos – especialmente el alemán y el español – han insertado el crédito voluntariamente subordinado en la categoría de los “créditos subordinados”, de tal suerte que privan a sus titulares de ciertos derechos y prerrogativas de la misma manera que respecto a los supuestos de subordinación legal, o incluso judicial. Con ello se desea alejar a sus titulares de los destinos del concurso, e incluso – por economía – desincentivar su participación en ellos dadas sus escasísimas posibilidades de cobro. No debemos ser ciegos: el carácter

⁸³⁴ Atendiendo a la forma en la que tales clases de subordinación se manifiestan, la doctrina también ha calificado los estos tipos bajo las fórmulas de subordinaciones públicas o privadas. Mientras las primeras se articulan bajo la fórmula de emisiones de deuda subordinada, las últimas constan generalmente en los denominados “acuerdos de subordinación”. *Vid.* HUDSON / MEARS / GOTLIEB, *Com. Law Journal* 94 (1993), pp. 419 - 420.

subordinado del crédito implicará que, en la práctica, no podrá ser pagado al tiempo de la liquidación del patrimonio del deudor. Ello a menos que ocurra un milagro.

Ahora bien, estas precisiones nos obligan a hacer ciertas distinciones al tratar sobre el régimen jurídico de la subordinación voluntaria. Por una parte, debemos efectuar ciertos alcances respecto a los efectos de los negocios de subordinación dentro y fuera del concurso, aunque advertimos que el “principio de neutralidad” (al que nos refiriéramos *supra* Capítulo II, 2.3.2) debería implicar una idéntica posición del crédito en ambas sedes. Sin embargo, tal afirmación debe ser matizada en un sistema como el español que – a partir de la Disposición Final trigésima tercera de la LC – propone un sistema de prelación diferente para las ejecuciones singulares.

Por otra parte, debemos dar cuenta de ciertas diferencias en el régimen jurídico de los negocios de subordinación general y particular, especialmente guiados por sus dispares finalidades económicas, y por la circunstancia ineludible de que el régimen previsto en la LC sólo se refiere al primero de tales supuestos. En cualquier caso, pensamos que el principal efecto de ambas clases de negocios se resuelve en un deterioro voluntario de las posibilidades de cobro en eventos de concurrencia de créditos. Y, considerando lo anterior, es que prevemos un mayor grado de similitud que de diferencias en su régimen jurídico, de modo que instamos a su tratamiento conjunto, efectuando los alcances que sean necesarios cuando sea relevante.

2. Régimen extraconcursal: la posibilidad de tercería de mejor derecho

Para resolver el asunto de si cabe o no otorgar efectos a los negocios de subordinación fuera de la órbita del concurso, preliminarmente cabe advertir que, en sistemas como el español o el chileno, las reglas de prelación de créditos son aplicables tanto en circunstancias concursales como extraconcursoales, en este último caso, por medio de la referida “tercería de mejor derecho”⁸³⁵. Por medio de ella, el tercerista pretende obtener una satisfacción preferente de su crédito en razón de la causa que le atribuye una mejor posición para el pago⁸³⁶, por lo que la pregunta se resuelve en determinar si la subordinación voluntaria constituye o no causa suficiente para su interposición.

Tanto en el supuesto de un concurso como del ejercicio de la tercería de mejor derecho, la referencia a las reglas de prelación intenta resolver la colisión de los

⁸³⁵ Ello a diferencia de sistemas como los de base anglosajona y alemana, en los que los privilegios sólo tienen cabida en sede concursal. Sobre esto, *vid.* Miguel PRIETO ESCUDERO (2007): “Crítica a los privilegios del crédito fuera del concurso de acreedores”, *AC*, No. 2, pp. 133 y ss.

⁸³⁶ Sobre la finalidad de la “tercería de mejor derecho” como forma de solucionar la concurrencia de acreedores, *vid.* SSTs 26 de mayo de 2007 (RJ 2007, 1984) y 30 de abril de 2008 (RJ 2008, 2946).

intereses de los acreedores concurrentes por ver satisfechos sus créditos⁸³⁷. Si el patrimonio del deudor es suficiente para el cumplimiento de todas sus obligaciones, no se presenta un conflicto ni aún en el caso de que alguno de los créditos concurrentes pueda ser caracterizado como subordinado. De tal suerte, el acreedor ordinario no deberá obstar el cumplimiento de la obligación subordinada en el caso en que, no estando el deudor en una situación de insolvencia actual o inminente, dicho pago no afecta sus legítimas expectativas de cobro⁸³⁸.

Cabe advertir que el hecho de la subordinación no desmerece la habilidad del título para dar inicio a un procedimiento ejecutivo. Ya hemos advertido que la subordinación no puede explicarse recurriendo a la idea del crédito sujeto a condición ni a ninguna otra circunstancia que incida en su exigibilidad, sino que sólo supone una degradación voluntaria en el orden de prelación (*supra*, Capítulo III, 2.2.1). Adicionalmente, hemos de puntualizar que la subordinación de créditos – al igual que las preferencias – no crea un vínculo jurídico respecto al deudor, de manera que no hay motivos para retrasar su pago ni para admitir que el deudor se exceptione de su cumplimiento alzando el carácter subordinado del crédito.

Pero previo a entrar en la regulación de este punto, bien vale la pena revisarlo en abstracto. Las tercerías de mejor derecho tienen por finalidad la solución de los conflictos entre acreedores que pretenden hacer valer sus derechos de crédito sobre los mismos bienes del deudor. Siempre que no exista insolvencia, este conflicto puede ser resuelto de dos modos diferentes: (i) premiando a quien se haya anticipado en la ejecución (acudiendo a la *regla del prior tempore, potior iure*); o (ii) coordinando los derechos de los intervinientes, para lo cual debe hacerse uso de las reglas de prelación de créditos (nuevamente, conforme a las ideas de graduación y proporcionalidad).

⁸³⁷ El sistema dual de prelación de créditos actualmente presente en la legislación española aparece como inexplicable a la luz de que un sistema de prelación debe ser lo suficientemente claro a efectos que el acreedor pueda sopesar los riesgos que asume al tiempo del otorgamiento del crédito. El legislador español obliga a dicho acreedor a realizar el ejercicio dos veces, y por separado, lo que puede implicar un aumento de costos de financiación y la adopción de un comportamiento estratégico para elegir el sistema que le irroge más beneficios.

Para revisar una multitud de acertados argumentos que critican la referida dualidad, *vid.* Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (2003): “La reforma del Derecho concursal”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río), Marcial Pons, Madrid, 2003, p. 127; GARRIDO, 2003, p. 243 y 244; Carolina del Carmen CASTILLO MARTÍNEZ (2003): “La nueva Ley concursal española en el marco de la armonización del Derecho europeo: el principio de universalidad y la clasificación de los créditos en el concurso”, AC, No. 3, pp. 885 y ss.; VEIGA, 2004, p. 18; Francisco de P. BLASCO GASCÓ (2004): *Prelación y Pago a los Acreedores Concursales*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 164; Manuel ESPEJO LERDO DE TEJADA (2006): “Consideraciones acerca de la futura Ley de concurrencia y prelación de créditos”, en AA.VV., *Estudio de Derecho de Obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez* (coord., Eugenio Llamas Pombo), T.I, La Ley, Madrid, p. 588; y SARMIENTO, 2007, pp. 9 – 15 y 205.

⁸³⁸ *Vid.* WOOD, 1990, p. 1.

Una u otra solución no son enteramente incompatibles, sino que suponen diferentes escenarios. La exclusión implícita en el primer caso sólo se justifica cuando los acreedores posteriores puedan hacer valer sus derechos satisfactoriamente en otros bienes del deudor. En caso contrario, se producirían, al menos, dos efectos muy poco afortunados: *jurídicamente*, se privaría al segundo crédito de un elemento esencial en la constitución del concepto de la “obligación”, como es el de la responsabilidad patrimonial; y, *económicamente*, se generaría un pernicioso incentivo de anticiparse a toda costa en el inicio de la ejecución, aumentando los costos de transacción y supervisión, y, probablemente, erradicando cualquier posibilidad de renegociación de las deudas.

Ahora bien, las cosas son bastante diferentes en el segundo escenario. De conocerse de antemano que los bienes no serán suficientes como para satisfacer todos los créditos concurrentes, es lógica la necesidad de coordinar los derechos. La principal fórmula de coordinación es la que se concede bajo el manto del Derecho concursal, pero no la única. La idea base de la tercería de mejor derecho es que puede ser necesario recurrir a ella para los casos en que el deudor no se encuentre en una situación de insolvencia, pero aún así existe una colisión en las pretensiones de los acreedores. Cumplido este requisito, la fórmula de articulación implicará recurrir a las reglas de prelación de créditos, sean estas las mismas (como en el Derecho chileno y en la mayor parte de los ordenamientos jurídicos) o diferentes (como en el Derecho español) que aquellas aplicables en el concurso. Pero en uno y otro sistema la forma de coordinación de los créditos ordinarios siempre va por el lado de la proporcionalidad.

En consecuencia, cuando las partes han querido excluir la regla de proporcionalidad, posponiendo el pago de sus créditos, la lógica nos indica que tal exclusión debe tener valor en cualquier supuesto en que la referida norma hubiese sido aplicable.

Este planteamiento lógico requiere de ciertas precisiones al descender a su tratamiento normativo. En el Derecho chileno, la configuración de la “tercería de prelación” en el Código de Procedimiento Civil requiere que el tercerista haga valer un “derecho preferente” en el juicio iniciado por el acreedor de peor derecho⁸³⁹. Si atendemos al texto expreso del artículo 2.470 del CCCh - que dispone que las únicas causas de preferencia son el privilegio y la hipoteca-, el acreedor ordinario no podría entablar esta clase de tercería en la ejecución iniciada por el acreedor subordinado, en tanto su crédito no se encuentra dotado de alguna de las causas de preferencia establecidas por la ley.

⁸³⁹ Téngase presente que el artículo 527 del Código de Procedimiento Civil chileno dispone que *“Si no teniendo el deudor otros bienes que los embargados, no alcanzan a cubrirse con ellos los créditos del ejecutante y del tercerista, ni se justifica derecho preferente para el pago, se distribuirá el producto de los bienes entre ambos acreedores, proporcionalmente al monto de los créditos ejecutivos que hagan valer”*.

Este problema se ha producido porque la Ley No. 20.190, que, entre otras materias, introdujo el concepto de “subordinación voluntaria”, sólo dispuso de un régimen en sede concursal. Por tal motivo, para lograr lo que estimamos una correcta interpretación de la norma, sólo queda recurrir a la coherencia legislativa como base de los elementos sistemático y lógico propios de la hermenéutica. Por ello, aun cuando los acreedores ordinarios no tengan “preferencia” (en los términos del citado artículo 2.470 CCCh), tienen un mejor derecho para el pago del crédito, reunidos, eso sí, los supuestos de la tercería de prelación.

¿Ocurre algo similar en la legislación española? Pues bien, el artículo 614.1 LEC dispone que *“Quien afirme que le corresponde un derecho a que su crédito sea satisfecho con preferencia al del acreedor ejecutante podrá interponer demanda de tercería de mejor derecho, a la que habrá de acompañarse un principio de prueba del crédito que se afirma preferente”*; y el artículo 620.1 LEC agrega que *“La sentencia que se dicte en la tercería de mejor derecho resolverá sobre la existencia del privilegio y el orden en que los créditos deben ser satisfechos en la ejecución en que aquella sentencia recaiga, pero sin prejuzgar otras acciones que a cada uno pudiera corresponder, especialmente las de enriquecimiento.”*

Debe observarse que no es de extrañar que el citado artículo 620.1 LEC se refiera expresamente al privilegio como equivalente a la “causa de mejor derecho”. Ya hemos señalado que el legislador civil no clasificó expresamente las preferencias en privilegios y garantías reales, de lo que se concluye que el término “privilegio” ha de entenderse en sentido genérico (*supra*, Capítulo II, 3.2). No obstante, al tiempo que la LC clasifica los créditos en privilegiados, ordinarios y subordinados (artículo 89 LC), el problema resucita con igual fuerza que en el Derecho chileno, agregando el problema de la dualidad de sistemas de prelación (concursal y extraconcursal) presente en el sistema español.

Debe tomarse en cuenta que el proyecto de reforma de las normas de prelación de créditos fuera del concurso, presentado sin éxito en legislaturas pasadas conforme a los requerimientos de la Disposición Final Trigésima Tercera de la LC, reconocía expresamente los efectos de la subordinación fuera de la órbita concursal⁸⁴⁰. Así, el artículo 1.929 propuesto disponía que: *“Sin perjuicio de lo anterior, en virtud de norma con rango de ley o por pacto contractual se podrá disponer que determinados créditos se satisfagan después de los acreedores que no ostenten preferencia alguna”*.

En contra de esta solución se pronunció SARMIENTO, al señalar que la referencia a la subordinación en materia de ejecución individual significaría, a diferencia de su reconocimiento en sede concursal, “admitirla aun cuando la efectiva situación patrimonial del deudor al tiempo en que se reclame el crédito pospuesto sea de notoria solvencia...” Agrega, al pie de página, que “El seguro triunfo en la tercería de mejor

⁸⁴⁰ Proyecto de Ley sobre concurrencia y prelación de créditos en caso de ejecuciones singulares, presentado el 26 de julio de 2006, calificado el 5 de septiembre del mismo año, disponible en www.congreso.es (consultada el 20 de junio de 2010).

derecho para cualquier otro acreedor, podría provocar el que ese crédito paccionadamente pospuesto que inició la ejecución se viera en el trance inacabable de tener que ampliar indefinidamente el embargo a nuevos bienes, a medida que se vayan interponiendo las sucesivas tercerías. ¿Llegaría alguna vez a ver satisfecho su derecho?”⁸⁴¹

Pero ya hemos visto que esta clase de tercería sólo tiene sentido en tanto no existan otros bienes sobre los cuales pueda hacerse valer su mejor derecho, porque lo contrario implicaría un abuso en la posición del acreedor beneficiario. En este sentido, las tercerías interpuestas sólo podrán prosperar en el caso de que se fundamente en tal falta de bienes, justificada por el acreedor de mejor derecho conforme a los términos del artículo 614.1 LEC. Ello permitiría que, de haber otros bienes, la ejecución iniciada por el acreedor subordinado pueda llegar a buen término⁸⁴².

3. Régimen concursal

Sin perjuicio de la identificación de su naturaleza, advertimos que el régimen concursal de los créditos general y particularmente subordinados merece un tratamiento separado. Aún cuando el efecto principal de estos negocios se refiere específicamente a una degradación en la escala de prelación, cual es su punto en común, el ordenamiento jurídico español establece severas consecuencias para la posición jurídica de los titulares de “créditos subordinados”, efectos que – veremos – únicamente alcanzan a los créditos afectos a una subordinación general (artículo 92.2). No ocurre lo mismo en el Derecho chileno que, desconociendo la categoría de los “créditos subordinados”, somete a esta clase de créditos al mismo tratamiento que a los créditos ordinarios, con excepción de lo que se refiere a su orden de pago por parte del síndico.

Ahora bien, el silencio legislativo en España respecto a los negocios de subordinación particular nos lleva preliminarmente a preguntarnos por su admisibilidad. Sujeto a nuestro planteamiento, que insta por un campo más amplio de la autonomía privada en las reglas de prelación de créditos (*supra*, Capítulo III, 3) podrá anticiparse que instamos por una respuesta afirmativa, por lo que queda resolver cómo se articula su régimen jurídico. A ello cabe agregar que en el Derecho chileno sí existe un reconocimiento expreso de la subordinación particular (artículo 2.489 CCCh), aunque el ordenamiento le sujeta - *mutatis mutandi* - al mismo régimen de los negocios de subordinación general.

⁸⁴¹ SARMIENTO, 2007, p. 204.

⁸⁴² Emilio PALÁ LAGUNA (1998): “Algunas consideraciones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico”, *RDBB*, No. 70, p. 474.

3.1. Régimen concursal de los negocios de subordinación general

Cabe advertir que esta materia reviste bastante mayor complejidad que la determinación de los efectos extraconcursoales del negocio de subordinación. Ello se debe a que es en sede concursal en la que los ordenamientos jurídicos han puesto mayor atención a la figura del crédito subordinado. Pero, como también hemos anticipado, estas respuestas no son monocordes en el Derecho comparado, de manera que deberemos efectuar toda suerte de distinciones.

Por de pronto nos interesa rescatar dos aspectos comunes de su régimen jurídico. *Por una parte*, que los créditos subordinados tienden a mantener su carácter de créditos concursales, de lo que se colige un cierto número de derechos y prerrogativas; y, *por la otra*, que su calificación como crédito subordinado le desmerece, en menor o mayor grado, en otros tantos aspectos. Sin embargo, creemos prudente partir desde la primera perspectiva, atendiendo a la lógica de que, a menos que se disponga lo contrario, hemos de entender que el crédito subordinado participa y tiene los mismos derechos que todos los demás créditos concursales o, al menos, que los demás créditos ordinarios.

3.1.1. Consecuencias del carácter concursal del crédito

Dado que la subordinación no envuelve una renuncia al crédito, la mayor parte de los sistemas no ha visto razones para excluir los créditos subordinados del concurso, aun considerando que lo más probable es que su satisfacción no pase de ser un delirio de un acreedor ingenuo. Este es el criterio expresamente seguido el artículo 49 LC que dispone que “*Declarado el concurso, todos los acreedores del deudor, ordinarios o no, cualesquiera que sean su nacionalidad y domicilio, quedarán de derecho integrados en la masa pasiva del concurso, sin más excepciones que las establecidas en las leyes*”, y no existe excepción legal respecto a los créditos subordinados.

Su inclusión también responde al hecho de que, de quedar un remanente una vez satisfechos los créditos ordinarios, parece injusto que éste se dirija al deudor y no al pago de los créditos subordinados⁸⁴³. A esa solución se habría llegado si el legislador hubiese impedido la participación de esta clase de créditos en el concurso, al modo que ocurría en la legislación alemana hoy derogada por la *InsO*⁸⁴⁴. En la actualidad, el sistema alemán atempera la exclusión desde la idea del carácter completamente

⁸⁴³ Klaus WIMMER (2002): *Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung*, Luchterhand, Neuwied, Kriftel, p. 487.

⁸⁴⁴ El § 63 KO prohibía la participación en el concurso a los intereses devengados a partir de su apertura, a los costes de participación de los acreedores en el proceso, a las penas pecuniarias, multas e indemnizaciones y a los créditos resultantes de una liberalidad. Si bien en dicho listado no se incluían a los “créditos subordinados por pacto”, hacemos presente el cambio legislativo en Alemania para dar cuenta que éste se efectuó sobre la base del pernicioso resultado que implicaba dicha primera solución.

residual de los créditos subordinados⁸⁴⁵. Así, conforme al § 174.3 *InsO*, la regla general es que los acreedores subordinados no pueden comunicar sus créditos, de lo que resulta lisa y llanamente su exclusión del concurso⁸⁴⁶. Sólo excepcionalmente podrán integrarlo al ser requeridos por el tribunal, indicando su condición de crédito subordinado y el orden de prelación que le corresponda⁸⁴⁷. En caso que dicha instrucción haya sido efectuada con posterioridad al periodo de comunicación de los créditos, el § 177.2 *InsO* dispone de la constitución de una junta de acreedores especialmente convocada a efectos de examinar dichos créditos.

La idea parece atractiva considerando que el tribunal, fundado en la determinación de la masa activa y pasiva, puede eliminar aquellos créditos que no podrán obtener resultados del concurso. Así, en parte, se desenreda la madeja y se evita un “despilfarro inútil de recursos”⁸⁴⁸. Se trata de una solución basada en expedientes económicos - no sólo de economía procesal -, que pondera las ventajas y desventajas de la participación concursal de los créditos subordinados, optando por la negativa en todos los casos en que no se crea que existan activos suficientes para su satisfacción⁸⁴⁹.

Si bien la solución parece interesante, puede ser criticada desde tres ángulos: (i) la privación del derecho a ejercer las acciones de cobro, elemento esencial en la configuración de un crédito, puede ser caldo de cultivo para impugnaciones, sea de la resolución en sí o sea de los cálculos efectuados por la administración concursal, que, presentados al tribunal del concurso, hayan servido de base a dicha exclusión; (ii) este criterio podría perfectamente extenderse a los créditos ordinarios ya que son muchos los casos en los que el producto de la liquidación ni siquiera alcanza para su pago, haciendo del concurso una solución sólo aplicable a los créditos preferentes; y (iii) al menos desde el punto de vista de los acreedores voluntariamente subordinados, normalmente se trata de acreedores sofisticados y con un alto grado de información respecto a la situación económica de su deudor. De esta manera, el propio titular del crédito podría perfectamente ponderar si es económicamente racional su participación

⁸⁴⁵ FERRÉ, 2006, p. 598.

⁸⁴⁶ La Guía Legislativa sobre el Régimen de Insolvencia de UNCITRAL (Segunda parte, Capítulo V, artículo 9) reconoce esta posibilidad, conjuntamente con aquella que establece un régimen especial para los créditos subordinados, siempre que la legislación pertinente establezca con claridad cuáles son los créditos excluidos del ámbito concursal o aquéllos que se sujetan a una regulación particular. La citada guía se encuentra disponible en: http://www.uncitral.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook_s.pdf (consultada el 20 de junio de 2010). En ello vemos la diferencia de criterios de la legislación alemana y española.

⁸⁴⁷ Cuestión que, a juicio de Eberhard BRAUN (2002): *Insolvenzordnung Kommentar*, Beck, München, p. 821, sólo tendrá lugar en la práctica cuando el tribunal haya llegado a la convicción que existirán recursos suficientes al menos para proceder a un pago parcial de los créditos subordinados.

⁸⁴⁸ BERMEJO, 2002, p.459.

⁸⁴⁹ BRAUN, 2002, p. 232.

en el concurso. Eso sí, el acreedor subordinado debería sobrellevar las consecuencias negativas de su errada decisión, incluyendo los costos de su participación en el concurso que de otro modo deberían haber sido soportados por la masa de acreedores.

Ahora bien, calificado el crédito subordinado como concursal, la regla general es que a su titular le asistirán todas las prerrogativas concedidas a toda clase de acreedores en el concurso. Así, por ejemplo, podrá solicitar la declaración del concurso y requerir del tribunal competente la adopción de las medidas precautorias que estime necesarias para asegurar el patrimonio que constituirá su masa activa (artículo 17 LC), aunque no podrá gozar del privilegio general concedido por el Derecho español al crédito del acreedor instante (artículo 91.6 LC)⁸⁵⁰; podrá comunicar su crédito subordinado al concurso (artículos 85 LC y artículos 51 y 131 y siguientes del Libro IV del CComCh), a efectos de ser incorporados en la nómina preparada por la administración concursal con tal carácter (artículo 89 LC); y eventualmente podrá participar en la distribución del producto de la liquidación, una vez satisfechos los créditos beneficiarios (artículo 158.1 LC y artículo 147 del Libro IV del CComCh)⁸⁵¹.

En cualquier caso, debemos hacer alguna precisión adicional sobre el régimen jurídico previsto en el ordenamiento chileno sobre este punto. Para que el síndico se encuentre obligado a respetar la subordinación, su existencia debe haber sido alegada por el *acreedor beneficiario* al tiempo de la verificación de su crédito, o, de haber sido posterior, debe haberle sido notificada por este último. Esta norma parece incomprensible por dos motivos: (i) en los negocios de subordinación general, los acreedores beneficiarios son una masa determinable de acreedores ordinarios que sólo es conocida al tiempo de la apertura del concurso, de modo que probablemente desconocen el hecho de la subordinación; y (ii) el artículo 133 del Libro IV del CComCh dispone que es el *acreedor subordinado* quien debe presentar, acompañando su solicitud de verificación de créditos, los documentos justificativos de la subordinación, constituyéndose, por tanto, en una carga que el legislador le ha impuesto para efectos de su participación en el concurso. Una interpretación coherente de ambas disposiciones es que el síndico resulte igualmente vinculado en el caso que el acreedor subordinado haya hecho presente la posposición, y que, de no hacerlo, cualquiera de los acreedores beneficiarios puede dar cuenta de ella, en cualquier tiempo. En caso de existir debate sobre su existencia y/o extensión, corresponderá interponer la correspondiente demanda de impugnación.

De no darse ninguno de tales supuestos, el síndico ignorará la existencia de la subordinación. A su respecto, el crédito mantendrá su carácter ordinario, de forma que no podrá criticársele el pago proporcional efectuado al acreedor subordinado. Éste, sin embargo, no debería verse liberado de responsabilidad por el hecho que el acreedor

⁸⁵⁰ FERRÉ, 2006, p. 604.

⁸⁵¹ El artículo 147 del Libro IV del CComCh dispone que “Los acreedores serán pagados en la forma y orden de preferencia establecidos en las leyes y, en el caso de los acreedores valistas, con pleno respeto a la subordinación de créditos a que se refiere el artículo 2489 del CC”.

beneficiario no haya dado cuenta del hecho de la subordinación al tiempo de la verificación de su crédito, por cuanto el primero no puede desconocer que ha excluido expresamente la aplicación de la regla de proporcionalidad. Por ello, la norma citada del ordenamiento jurídico chileno parece incompleta, en tanto puede dar la idea de que no habría infracción de recibir igualmente el pago.

3.1.2. Consecuencias del carácter subordinado del crédito

Ya hemos anticipado que constituye éste un punto de quiebre en las concepciones del crédito subordinado entre el sistema español y el chileno. El Derecho español, integrando el crédito voluntariamente pospuesto en la categoría de los “créditos subordinados”, iguala su régimen jurídico al que corresponde a los supuestos de subordinación legal y judicial. La posposición en el pago del crédito es sólo el primero de los pasos, y es aquél que parece justificar su menor participación en el concurso. Por su parte, el ordenamiento jurídico chileno, desconociendo las fórmulas de subordinación que no tengan un origen voluntario, sólo reconoce el efecto de la posposición, de manera que su régimen jurídico pasa principalmente por su integración en sede concursal.

Habida cuenta de tales sustanciales diferencias es que hemos optado por distinguir ambos sistemas.

a. Consecuencias del carácter subordinado del crédito para el Derecho español:

Clave de la *ratio legis* de la LC respecto al tratamiento que otorga a los créditos subordinados es desmerecer de tal modo el crédito que su participación en el concurso no sea sino marginal. No desea el legislador, en consideración a sus escasas oportunidades de cobro, que su titular pueda tomar parte importante en las decisiones y destinos de la masa, amordazándolo y dejándole en la habitación continua, donde acaso pueda saber de la fortuna de su crédito⁸⁵². Este régimen, al no haber distinción normativa, es aplicable a cualquiera de los tipos consagrados en el artículo 92 LC, incluido, por supuesto, el crédito voluntariamente subordinado. Esta decisión parece basarse en que el régimen de los créditos subordinados ha tomado como modelo el que se le ha querido asignar a los créditos de los que son titulares las personas especialmente relacionados al deudor⁸⁵³, aunque se han modulado alguna de sus consecuencias respecto a los demás supuestos que integran la categoría.

⁸⁵² En el mismo sentido, *vid.* ÁVILA DE LA TORRE, 2005, pp. 455 y 456, y VALPUESTA, 2004, p. 731.

⁸⁵³ Idea que tiene su origen en la Propuesta de Anteproyecto de la Ley Concursal de 1995, en la que, conforme explica BELTRÁN, 1999, p. 326, esta especie de créditos subordinados “constituyen el centro del sistema de postergación legal de la Propuesta, cuya postergación deriva de la sospecha de que determinadas personas aprovechan su estrecha relación con el deudor para concederle crédito colocándose en una situación ventajosa sobre otros acreedores.”

De ahí que ALEMANY, justificando un régimen jurídico más intenso, concede a la subordinación crediticia el carácter de penalidad civil⁸⁵⁴. El número de consecuencias degradatorias de la subordinación llega a tal que bien podría considerarse que todas ellas siguen una tendencia sancionatoria, lo que parece desmesurado en tanto no hay motivos de censura predicables a todos los supuestos de posposición⁸⁵⁵. En el caso que analizamos, la voluntariedad de la subordinación está dirigida a la mera posposición en el pago del crédito, si bien el ordenamiento jurídico español le asigna consecuencias ulteriores que probablemente van más allá de lo esperado por el particular que solamente desea excluir la regla de la proporcionalidad⁸⁵⁶. Lo anterior, a juicio de VALPUESTA, se debe a la técnica de asimilar los créditos subordinados “por pacto” a los subordinados legalmente, de manera que el legislador les hace aplicable los términos generales de todos los casos de posposición legal, algunos de los cuales están imbuidos en el concepto sancionatorio. Con ello, a su parecer, “la LC somete a este acreedor a todo un régimen mucho más perjudicial: no sólo cobra después de muchos... Por lo tanto – agrega – se rompe lo pactado, y se le impone toda una serie de reglas que no aceptó”⁸⁵⁷.

En resumen, las reglas a las que el crédito subordinado es sometido en virtud de la legislación concursal son las siguientes: la subordinación en el pago, la no integración de la administración concursal y la pérdida de derechos en la fase de convenio⁸⁵⁸. Finalmente, deberemos tratar de los efectos de la calidad de crédito

⁸⁵⁴ ALEMANY, 2004 (recurso electrónico). En sentido similar, se expresan Blanca TORRUBIA CHALMETA (2004): “Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto”, “en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (dir. Faustino Cordón Moreno), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, p. 888, al indicar que los créditos subordinados soportan una suerte de penalización en tanto se parte de la idea que deben soportar una posición peor que la del crédito ordinario, que sí es digno de protección; y Jesús QUIJANO GONZÁLEZ (2003): “La junta de acreedores en el nuevo Derecho concursal español”, en AA.VV., *Derecho Concursal (Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003 para la Reforma Concursal* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerro), Dilex, Madrid, p. 264, al hablar de penalización con diferentes efectos, incluyendo especialmente la pérdida de derecho a voto.

⁸⁵⁵ VEIGA, 2009, p. 209.

⁸⁵⁶ Si bien ALONSO LEDESMA, 2002, p. 197 considera un acierto la incorporación de esta clase de créditos en la órbita de los créditos subordinados, estimamos que dicho enunciado debe ser matizado de la siguiente manera. Como explicaremos en las páginas siguientes, parece conveniente que el ordenamiento concursal declare expresamente la admisibilidad de la figura de la subordinación voluntaria, sorteando las interrogantes que la doctrina se ha planteado sobre el particular, pero no nos parece correcto que todos sus efectos se asimilen a los de la subordinación legal y judicial, salvo el caso evidente de la posposición.

⁸⁵⁷ VALPUESTA, 2004, pp. 732 y 734. Ya se ha dicho por algún tribunal que es lógico que en todos los créditos calificados como subordinados exista una razón peyorativa que justifique tal calificación (sentencia de 30 de diciembre de 2005 del Juzgado Mercantil No. I de Madrid. Disponible en Antonio LÓPEZ APARCERO (2006): *Doctrina Judicial Sistematizada sobre la Ley Concursal*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 224).

⁸⁵⁸ *Vid.*, entre otros, FERRÉ, 2007, pp. 594 - 674; CARRASCO, 2009, p. 70.

subordinado con la eventual existencia de garantías reales que aseguren el cumplimiento del mismo crédito.

(i) *Subordinación en el pago del crédito:*

En primer lugar, la consecuencia más importante del negocio de subordinación es el reconocimiento de su finalidad degradatoria en la escala de prelación (artículo 158.1 LC). Conforme a esta regla, en principio, los créditos voluntariamente subordinados se pagarán una vez se hayan extinguido cabalmente todos los créditos privilegiados, ordinarios y subordinados por causa de comunicación tardía al concurso.

En este punto, conviene hacer presente dos aspectos: uno relativo al caso de concurrencia de acreedores voluntariamente subordinados y el otro sobre la imperatividad del segundo lugar en la escala de prelación.

En caso de concurrir varios créditos subordinados “por pacto”, el reparto de los fondos existentes se efectuará a *pro rata* (artículo 158.2 LC)⁸⁵⁹. No se trataba de la única opción del legislador: al contrario, bien pudo haber optado por restablecer la regla del *prior in tempore, potior in iure*, solución que ya había adoptado con motivo de las emisiones de obligaciones por parte de las sociedades anónimas (artículo 288 del RDLeg 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (la “LSA”)⁸⁶⁰. Para ello, vale considerar la posición de los acreedores involucrados. El acreedor posterior, atendidas las formalidades de publicidad que revisten esta clase de emisiones, conoce de la existencia de una obligación subordinada anterior, de manera que posee información suficiente para determinar sus reales posibilidades de cobro. A la inversa, el acreedor anterior desconoce los términos y condiciones de las eventuales emisiones posteriores, de manera que una regla de distribución proporcional le hará compartir el escaso remanente con éstas.

Algún debate se ha presentado respecto a si la disposición del artículo 158.2 LC prima sobre la solución ofrecida por la Ley de Sociedades Anónimas. No obstante, compartimos la opinión de SEBASTIÁN, en el sentido de que la primera se trata de una norma posterior y especial. Además, agrega, “razones de orden práctico militan a favor

⁸⁵⁹ Solución a la que ya había llegado el legislador español en su primera regulación del préstamo participativo. En efecto, el artículo 11.1.d) del RDL 8/1983 disponía que “*Los préstamos participativos son de igual rango.*” Luego, el artículo 20.Uno.c) del RDL 7/1996 eliminó tal referencia, manteniendo únicamente la regla de subordinación.

⁸⁶⁰ Previo a la promulgación de la LC, MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* (28) 1988, p. 170; SEBASTIÁN, *CDC* 9 (1991), p. 168; GÓMEZ-JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 415, y FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 311, estimaban que las financiaciones subordinadas debían ser graduadas conforme a un orden estrictamente cronológico.

de esta solución ya que en caso de concurrencia de créditos contractualmente subordinados con emisiones de obligaciones, resulta de todo punto imposible de conocer como debería abordarse su pago si prevaleciera el artículo 288 de la Ley de Sociedades Anónimas...”⁸⁶¹ La seguridad jurídica es el argumento ofrecido por GARCÍA MANDALONIZ, haciendo referencia a la incertidumbre generada por la eliminación por parte del RDL 7/1996 de la frase que establecía que todos los préstamos participativos tenían el mismo rango. Así, agrega la autora, se elimina el debate sobre la sobrevivencia de la prioridad temporal o la persistencia de la proporcionalidad, optando el legislador por esta última⁸⁶².

En todo caso, estimamos que la solución contemplada en la LC es la correcta, dado que en nada se perjudica el acreedor subordinado anterior por el hecho de la posposición posterior, en cuanto, de no haber existido esta última, los créditos habrían sido ordinarios, reduciendo aún más sus expectativas de cobro. Además, como señala VANONI, la utilización de un criterio cronológico podría significar una penalización al acreedor subordinado posterior que sólo desea posponer su pago al del resto de los acreedores ordinarios, y no necesariamente a otros acreedores subordinados⁸⁶³.

En todo caso, como apuntan BERMEJO y GARRIDO, hemos de entender que se trata ésta de una regulación supletoria a la voluntad del acreedor subordinado⁸⁶⁴. Éste, para cumplir con las finalidades concretas del negocio, bien podría disponer de una graduación a la baja⁸⁶⁵. Cuestión que reviste alguna importancia dado que, ya en la década de los sesenta, CALLIGAR daba cuenta de las ventajas de la subordinación del crédito, no respecto a los demás créditos ordinarios, sino de otros créditos voluntariamente subordinados, a modo de graduar los riesgos que cada cual pretende asumir (“*multi-tier subordination*”)⁸⁶⁶. Pero conclusiones como éstas suponen admitir un campo más amplio de la autonomía privada en materia de prelación de créditos, tema que abordamos a continuación.

⁸⁶¹ SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 117. En contra, FERRÉ, 2006, pp. 243 y 244, fundado en el perjuicio que la solución propuesta acarrea a los legítimos intereses del obligacionista anterior.

⁸⁶² GARCÍA MANDALONIZ, *RDM* 247 (2003), pp. 311 y 312.

⁸⁶³ VANONI, 2000, p. 138.

⁸⁶⁴ BERMEJO, 2002, p. 459, y GARRIDO, 2004, pp. 1.663 y 1.664.

⁸⁶⁵ Aunque referido al préstamo participativo, y en consideración a la “igualdad de rango” concedida por el citado artículo 11.2.d) del RDL 8/1983, MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* (28) 1988, p. 152 abogaba que, conforme a la autonomía privada, el acreedor participativo podía degradar su posición. En el mismo sentido se manifestaba SEBASTIÁN, *CDC* 9 (1991), p. 168, pero esta vez en referencia a las financiaciones subordinadas emitidas al amparo de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

⁸⁶⁶ CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 39.

La segunda interrogante se refiere a si las partes pueden o no alterar a la baja su posición en la escala de prelación de los créditos subordinados. Al respecto, se han presentado dos posiciones antagónicas:

Parte de la doctrina sostiene que en este punto existe una cierta incoherencia legislativa. Si se admite una modificación de las reglas de prelación basadas en la autonomía privada, lo lógico es que sean primeramente los particulares quienes decidan su orden de prelación⁸⁶⁷. El sistema alemán, inspirador del español, admite que sean los interesados quienes definan, en primer lugar, la posición que le corresponde a los créditos voluntariamente subordinados respecto a los demás créditos que integran la categoría⁸⁶⁸. La norma del § 39 *InsO* contiene así una disposición supletoria a la voluntad de las partes, en razón de indicar un último escalafón de prelación para el caso que no se haya expresado la extensión de la subordinación⁸⁶⁹. Pero también tiene una función interpretativa para aquellos casos en que no hubiese quedado lo suficientemente clara la posición deseada por los manifestantes en el negocio de subordinación, con igual solución⁸⁷⁰. Cuestión ésta que, más que supletoria o interpretativa, para GUILARTE responde a una sanción a la falta de claridad⁸⁷¹.

Para la posición contraria, la imperatividad del orden de prelación se justifica en que por medio de ésta se introduce un límite al nivel de riesgo que los acreedores pueden asumir. ÁVILA DE LA TORRE y CURTO expresan que “Se impone el reconocimiento del principio de autonomía de la voluntad que, sin embargo, no es absoluto, ya que si atendemos a la previsión recogida en el artículo 92 LC, comprobamos cómo se trata de una regla que, con independencia de la valoración que pueda merecer, impone importantes limitaciones a la capacidad decisoria de las partes”⁸⁷². De este modo, al igual que el resto de las consecuencias dispuestas por el

⁸⁶⁷ Vid. ALONSO LEDESMA, 2003, p. 399, y, nuevamente, en Carmen ALONSO LEDESMA (2004b): “Artículo 92 – Créditos subordinados”, en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juana Pulgar Esquerro, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), T. I, Dykinson, Madrid, pp. 926 y 927; CORDERO, 2004a, p. 1.098; VALPUESTA, 2004, pp. 732 y 734; PANTALEÓN, 2005, p. 537; VEIGA, *RDBB* 25 (2006), p. 21; BLASCO, 2006, p. 152, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 116.

⁸⁶⁸ Harald HESS (2001): *Kommentar zur Insolvenzordnung mit EGInsO*, Müller, Heidelberg, T. I, p. 372.

⁸⁶⁹ Vid. BERMEJO, 2002, p. 460 y 461, y GARRIDO, 2003, p. 240, y ALONSO LEDESMA, 2003, pp. 391 y 399, p. 400.

⁸⁷⁰ Jörg NERLICH y Volker RÖMERMANN (2006): “§39”, *Insolvenzordnung Kommentar*, Beck, München, p. 5.

⁸⁷¹ GUILARTE, 2004, p. 2042.

⁸⁷² ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2004, p. 3.541 (y, también, ÁVILA DE LA TORRE, 2005, pp. 441). Por su parte, FERRÉ, 2006, p. 220, agrega como elemento de juicio el que el legislador español, conociendo los modelos alemán y americano, bien podría haberlos seguidos estableciendo una norma de carácter manifiestamente dispositivo.

ordenamiento jurídico para la categoría de los créditos subordinados, las partes, aunque lo desearan, no podrán alterar la posición asignada ni “postergar su crédito más allá de donde le marca la Ley, esto es, por debajo de los créditos de titulares que comunicaron tardíamente su posición jurídica”⁸⁷³.

Para resolver lo anterior, creemos que deben plantearse los siguientes elementos de análisis:

- (i) La Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal de 1995, si bien reconocía la categoría de los “créditos legalmente postergados”, no contemplaba la posibilidad de subordinación voluntaria. Su reconocimiento por parte de la LC responde, a nuestro juicio, a dos ideas: *por una parte*, dar reconocimiento expreso a una práctica financiera que requería de certeza jurídica, y, *por la otra*, señalar la posición del crédito subordinado ahora que se configuraban legalmente otros supuestos de posposición. De no haberlo hecho, bien podría haberse preguntado el intérprete el alcance de todos los casos en los que la ley o la voluntad de las partes indicaban que el crédito se pagaría sólo satisfechos todos los demás acreedores del deudor (por ejemplo, en la regulación de los préstamos participativos y en la emisión de las obligaciones subordinadas por parte de las instituciones financieras). Bien podría haberse planteado la duda sobre si tal enunciado las situaba luego de los créditos ordinarios, o, literalmente, luego de todos los créditos subordinados, incluso de los créditos derivados de los contratos con obligaciones recíprocas a que se refieren los artículos 61, 62, 68 y 69 LC, cuando el juez constate, previo informe de la administración concursal, que el acreedor obstaculiza de forma reiterada el cumplimiento del contrato en perjuicio del interés del concurso (artículo 92.7 LC).

El señalamiento de un lugar en la escala de prelación se hacía entonces ineludible, pero ello no implica necesariamente que el legislador haya deseado que éste se mantuviese inmutable.

- (ii) En la propia redacción del artículo 92.2 hay una contradicción. Por una parte, se asigna a los créditos voluntariamente subordinados un segundo lugar en la escala de prelación, mientras en la descripción del tipo se hace referencia a aquellos créditos que “*por pacto contractual tengan el carácter de subordinados respecto de todos los demás créditos contra el deudor*”⁸⁷⁴. Esta cuestión nos permite ver cómo el legislador concursal vincula la subordinación general con la asimilación a los

⁸⁷³ ÁVILA DE LA TORRE / CURTO, 2004, p. 3.542.

⁸⁷⁴ MONTÉS, ADCo 1 (2004), p. 66.

recursos propios del deudor. Sólo en este sentido es posible entender la tipología que sitúa al acreedor subordinado al borde del pasivo, a un paso del accionista o socio.

Pero aún en este caso, el legislador prefiere no asignarle un último lugar, probablemente porque desea “privilegiarle” respecto a aquéllos créditos que tienen un mayor desvalor basado en no hacer pesar sobre los acreedores las consecuencias pecuniarias de las conductas del deudor (artículo 92.4), en el reproche a la conducta del acreedor (artículos 92.6 y 92.7 LC), o en una asimilación aún más fuerte a los recursos propios de la empresa (artículo 92.5 LC).

Lo que sí llama la atención es el mejor derecho al pago que se le concede respecto a los intereses (artículo 92.3 LC), lo que nos da una idea de la necesidad de abogar por el carácter supletorio de la posición de la subordinación voluntaria⁸⁷⁵. Si el crédito subordinado pretende asimilarse, aún económicamente, a los fondos propios del deudor, es indispensable que su pago nunca pueda influir en la determinación del valor relativo de los demás créditos. Por ello, si el pago de los intereses del crédito preferente (salvo los correspondientes a créditos que gocen de garantía real) y de los acreedores ordinarios queda supeditado a la extinción del capital de los créditos voluntariamente subordinados, tal finalidad queda ciertamente incumplida. Bien podrá señalarse que se trata esta de una cuestión que requiere de una reforma legislativa, y estamos de acuerdo en tanto la regulación del crédito subordinado no puede incurrir en esta distorsión, aunque se trate de una regulación supletoria.

- (iii) La subordinación no sólo se refiere a la posposición de créditos ordinarios, sino también puede producirse en relación con créditos legalmente subordinados en que se pretende deteriorar aún más sus posibilidades de cobro. Aunque esto pueda parecer aún más extremo que la tipología general de la subordinación voluntaria, piénsese en la lógica que puede llevar a varias personas especialmente relacionadas con el deudor para graduar la posibilidad de pago entre ellas. No nos parecería extraño, por ejemplo, que un socio y un administrador del deudor desplazaran la regla de proporcionalidad del artículo 158 LC, y establecieran el pago prioritario de cualquiera de ellos.

Finalmente, nos parece que este asunto debe ser resuelto con la misma vara que ha permitido aceptar la subordinación voluntaria: la autonomía privada (*supra*, Capítulo III, 3). Si, como ha recalcado la doctrina, ésta constituye el primer fundamento

⁸⁷⁵ GARRIDO, 2004, p. 1.663.

de la subordinación voluntaria, creemos que los particulares deben ser igualmente libres para alterar las normas de pago contenidas en el artículo 158.2 LC. Nuevamente, recorriendo al auxilio de la exclusión voluntaria de las normas, el particular desplazará la citada regla para promover una forma diferente de coordinación de sus créditos. Por supuesto, deteriorando aún más sus posibilidades de cobro ya que, en caso contrario, se configuraría un privilegio convencional⁸⁷⁶.

A nuestro juicio, los temores que parte de la doctrina ha manifestado a este respecto nos sitúan nuevamente en la idea clásica de que las reglas de prelación son de orden público, caracterización que ya hemos tenido la oportunidad de negar. Respecto a la ya citada argumentación de ÁVILA DE LA TORRE bien puede preguntarse las razones que puede tener el legislador para limitar los riesgos del acreedor que ha decidido subordinarse, especialmente si se toma en cuenta que esta clase de negocios suele celebrarse entre acreedores altamente sofisticados. Esta idea bien podía haber rondado, previo a la LC, para justificar que el acreedor ordinario no podía subordinar su crédito ante la posibilidad de estar asumiendo un riesgo no tipificado por el legislador. Si se quiere proteger al acreedor más débil (por ejemplo, al consumidor), existirán otras medidas para hacerlo, como aquéllas que suponen el control de contenido de las cláusulas contractuales o la revisión de la justificación económica de la subordinación (*supra*, Capítulo III, 3.3.3).

Cabe advertir, sin embargo, que toda esta discusión puede resultar en un ejercicio meramente doctrinal, si se toma en cuenta que serán menos (por no decir nulos) los casos en los que las fuerzas del patrimonio serán suficientes para el pago de los créditos subordinados. Así, el orden de prelación asignado probablemente resultará indistinto para sus titulares.

(ii) Exclusión del órgano de la administración concursal:

De conformidad a los términos del artículo 27.1.3 LC, sólo podrá integrar la administración concursal cualquier acreedor que sea titular de un crédito ordinario o con privilegio general, que no esté garantizado. De ello resulta la exclusión de los titulares de créditos subordinados. Para FERRÉ, la explicación de lo anterior requiere de una distinción: en el caso de los créditos subordinados en razón de tratarse de personas especialmente relacionadas, se trataría propiamente de una sanción; en los demás casos, de las “escasas expectativas de cobrar sus créditos en el marco del proceso concursal”, de modo que “no tendrán interés en llevar a cabo una actuación que proteja las legítimas esperanzas de los acreedores concursales de recuperar la totalidad o parte de sus créditos en el concurso”⁸⁷⁷.

⁸⁷⁶ Vid. BERMEJO, 2002, p. 459, y GARRIDO, 2004, p. 1.663.

⁸⁷⁷ FERRÉ, 2006, p. 603.

No obstante, esta división no nos parece convincente. Considerando las escasas posibilidades de cobro, el acreedor subordinado que ya ha comunicado su crédito al concurso probablemente ha tomado en cuenta que existe siquiera una pequeña posibilidad de pago. En caso contrario, probablemente se habría ahorrado los costes de litigación. Así, serán éstos los primeros interesados en que se obtenga el mejor nivel de pago posible a los acreedores privilegiados y ordinarios, toda vez que de ello dependerá su posibilidad de satisfacción, al menos parcial, de sus créditos. Asimismo, de ser ésta la lógica, bien podría haberse excluido también a los acreedores ordinarios, puesto que sobre ellos también pesaría un mayor desinterés en el concurso. Creemos, como hemos señalado, que debe pensarse precisamente lo contrario.

Por ello pensamos que la imposibilidad de integración del órgano concursal se debe a la minusvalía con que el legislador mira a esta clase de créditos, aún cuando no todos los supuestos merezcan reproche. El ordenamiento jurídico español intenta alejar a los titulares de los créditos subordinados de la administración de la masa concursal por los mismos motivos por los cuales pretende apartarlos del concurso: no los considera lo suficientemente meritorios como para facilitar su participación. Debe recordarse que la creación de la categoría de los créditos subordinados responde a la idea de dar mayor protección a los créditos ordinarios, que, previo a la LC se estimaban abandonados a su suerte⁸⁷⁸. A nuestro juicio, por tanto, el fundamento es idéntico para todos los casos de subordinación, aunque dicha solución sea susceptible de crítica.

Sólo en este particular estimamos que pudo haber sido más directa y honesta la solución legal si se hubiese adoptado bajo los criterios de la economía que priman en la legislación alemana. En buenas cuentas, ésta sólo permite la participación del acreedor subordinado de haber posibilidades de pago, mientras la legislación española hace todo lo posible para que dicho acreedor se vea desincentivado a participar en el concurso, aún cuando no se le prohíba explícitamente.

(iii) Participación restringida en la fase de convenio:

La legislación concursal establece una serie de normas relativas a los créditos subordinados en la fase de convenio que le dejan francamente desprovistos de cualquier derecho relevante, aún cuanto su contenido le sea enteramente oponible. Se trata ésta de la consecuencia que ha sido calificada como la más excesiva por parte de la doctrina española⁸⁷⁹. Pero el sistema alemán tiende a ser aún más extremo: el § 225.1 *InsO* dispone que los créditos subordinados se entenderán completamente remitidos, a

⁸⁷⁸ *Vid.*, entre otros, ALONSO LEDESMA, 2003, p. 390, y ÁVILA DE LA TORRE, 2005, p. 439.

⁸⁷⁹ Cfr. VALPUESTA, 2004, p. 732, llega a indicar que “casi podríamos decir que el crédito subordinado queda expropiado o vacío de contenido real. Por eso, y pese a que la doctrina por lo general no ha optado por esta vía, nos parece que debe buscarse de alguna forma una matización a tanta debilidad.”

menos que el propio plan de insolvencia ("*Insolvenzplan*") establezca un efecto contrario, caso en el cual el plan debe indicar la fracción de los créditos que se entenderá remitido, detallar el periodo en el que estarán sujetos a espera, indicar las garantías que les aseguren o cualquier otra disposición que les sean aplicables (§ 224 *InsO*).

En el caso del régimen español, la participación restringida en fase de convenio se refiere particularmente a la privación del derecho a voto y de adhesión al convenio y a su postergación en el pago para el caso que se acuerde un convenio de esperas, materias que pasamos a examinar:

En primer lugar, los acreedores subordinados pueden asistir a la junta que deliberará sobre las propuestas de convenio (artículo 118.1 LC), de lo que se deduce su posibilidad de participar con derecho a voz ya que, en caso contrario, no se entendería la razón de su participación. Sin embargo, el artículo 122.1 LC les priva categóricamente del derecho a voto⁸⁸⁰. No podía ser de otra manera si se sigue el criterio del legislador español de alejar a los titulares de los créditos subordinados de los destinos de la masa, habida cuenta del trato desmejorado que se les otorga en relación con los créditos ordinarios.

Además, parte de la doctrina concluye que, aún cuando los términos expresos del artículo 108 LC admitan la adhesión al convenio de cualquier acreedor que figure en la lista preparada por la administración concursal, este derecho tampoco corresponderá a los acreedores subordinados. Lo anterior, dada la similitud entre los derechos de adhesión y voto, como dos maneras en las que se forma la voluntad de la masa pasiva del concurso⁸⁸¹.

Pero aún a pesar de tales privaciones, la ley les vincula expresamente a las decisiones adoptadas por los acreedores ordinarios en razón del convenio que éstos aprobaran (artículo 134.1 LC). Cuestión ésta que puede ocasionar graves inconvenientes prácticos, especialmente si se toma en cuenta que no existen limitaciones expresas al contenido del convenio que afecte a los créditos subordinados. De hecho, sólo existen restricciones legales respecto a los créditos ordinarios, en el sentido que las proposiciones de quita no podrán exceder de la mitad del importe de cada uno de ellos, ni las de espera de cinco años a partir de la firmeza de la resolución judicial que apruebe el convenio (artículo 100.1 LC).

⁸⁸⁰ En el mismo sentido, el § 77.1.2 *InsO*. Por su parte, el § 75 *InsO* tampoco permite a los acreedores subordinados, ni individual ni conjuntamente, solicitar la convocatoria a una junta de acreedores.

⁸⁸¹ *Vid.* BLASCO, 2004, p. 149; SASTRE, 2005, p. 3.916; María ÁLVAREZ SAN JOSÉ (2005): *El Poder de Decisión de los Acreedores en el Concurso*, Thomson Civitas, Cizur Menor, p. 334; Vicente GOZALO LÓPEZ (2004): "Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto", en AA.VV., *Comentarios de la Ley Concursal* (dir. Ángel Rojo y Emilio Beltrán), Thomson Civitas, Madrid, p. 2.099, y FERRÉ, 2006, p. 646.

En razón de lo anterior, parte de la doctrina ha expuesto ciertas reticencias a la aplicación absoluta – esto es, sin excepciones – de la regla que priva a los acreedores subordinados del derecho a voto, particularmente en caso que los términos del convenio les afecten de modo directo y no por efecto reflejo de las normas que rigen a los créditos ordinarios. A este respecto, BERMEJO había propuesto la siguiente solución: considerando la escasa posibilidad de pago de los créditos subordinados en el concurso, estima conveniente la privación general del derecho a voto. “Se trata así – agrega – de no lastrar ésta [*la aprobación del convenio*] de manera innecesaria, exigiendo el voto favorable de unos acreedores que carezcan de todo interés en él”. Sin embargo, y a fin de evitar los inconvenientes indicados, propone concederles excepcionalmente derecho a voto para el caso que el convenio contenga cláusulas que les afecten de manera específica⁸⁸². No quedando ello reflejado en la LC, bien podría concluirse la posibilidad de un acuerdo extremo en que los acreedores ordinarios decidieren la remisión íntegra de todos los créditos subordinados.

Por su parte, VALPUESTA cree que un acuerdo del tenor antes referido implicaría un convenio discriminatorio. Conforme al artículo 125 LC, agrega, los acreedores subordinados deberían gozar de un derecho a voto especial. Así, un convenio remisorio sólo podrá ser aprobado si se alcanza una mayoría de la mitad más uno de los créditos subordinados⁸⁸³. No obstante, nos parece que esta interpretación vulnera el tenor literal del artículo 134.1 LC y se aparta de los lineamientos que señaláramos justifican el disminuido trato aplicable a los créditos subordinados.

Alguna limitación debería establecerse, pero creemos que ello parece más bien materia de *lege ferendae*. En el mismo sentido, ÁLVAREZ SAN JOSÉ sólo justifica la pérdida del derecho a voto de las personas especialmente relacionadas, en los términos en que se configuraba en la Propuesta de Anteproyecto de Ley Concursal de 1995. Su finalidad era evitar la presencia de acreedores que dirigiesen su voto a la protección del deudor más que representar sus intereses como acreedores, razón que no alcanza a cubrir – por ejemplo – la situación de los acreedores voluntariamente subordinados⁸⁸⁴.

De este modo, ha prevalecido la idea de que los acreedores subordinados deben acatar ciegamente el resultado de la votación de los acreedores ordinarios. Así, FERRÉ es de la opinión que “del mismo modo que, si en el concurso se opta por una solución de liquidación, los créditos subordinados únicamente serán satisfechos cuando lo hayan sido completamente los créditos ordinarios – lo que ocurrirá en supuestos muy aislados -, es perfectamente razonable admitir que, en caso de que, en el marco de un convenio, los titulares de créditos ordinarios renuncien a cobrar parte de su créditos - hasta la mitad de los mismos-, pueda pactarse, en el mismo acuerdo, que los créditos

⁸⁸² BERMEJO, 2002, p. 463.

⁸⁸³ VALPUESTA, 2004, p. 732.

⁸⁸⁴ ÁLVAREZ SAN JOSÉ, 2005, pp. 333 y 334.

subordinados sean íntegramente excluidos de la distribución concursal⁸⁸⁵. Esta argumentación toma como base el criterio de la *InsO*, fundado en la necesidad de una mayor flexibilidad de contenido y del hecho que en la mayoría de los casos los acreedores subordinados no podrán obtener el pago de sus créditos. Sin embargo, esta solución puede parecer contradictoria con el hecho de que el artículo 134.1 LC también dispone que los créditos subordinados quedarán afectados por las mismas quitas y esperas establecidas en el convenio para los ordinarios. Por ello, a juicio del citado autor, se trata ésta de una norma de carácter supletorio, que sólo tendrá efectos en cuanto los acreedores ordinarios no hubiesen dispuesto un efecto diferente respecto a los acreedores subordinados⁸⁸⁶.

En segundo lugar, tratándose de un convenio de espera, los plazos que afecten a los créditos subordinados sólo se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto de los créditos ordinarios. Aquí, más que la lógica de la subordinación, se manifiesta la idea de la postergación, quedando en evidencia el interés del legislador que todo pago efectuado a los titulares de esta clase de créditos quede siempre supeditado al cumplimiento íntegro de los créditos ordinarios. Al parecer de autores como FERNÁNDEZ DEL POZO y BERMEJO, una solución tal responde a la necesidad que el convenio respete la cláusula de subordinación y refleje el menor valor de tales créditos⁸⁸⁷. Pero a nosotros nos parece que este trato, nuevamente, es una opción legislativa y no responde a lo que el crédito subordinado propiamente es. Un acuerdo de espera no necesariamente implica que el crédito subordinado deba pagarse con posterioridad a los ordinarios, considerando especialmente que las reglas de prelación de crédito no tienen necesaria aplicación en el caso de los convenios⁸⁸⁸. Una cosa es decir que el convenio no puede variar la calificación de los créditos (artículo 100.3 LC), pero una muy diferente es la que determina el orden y la temporalidad de los pagos de los créditos involucrados (*supra*, Capítulo II, 3.1).

(iv) Destino de las garantías que aseguren el cumplimiento del crédito subordinado:

Se trata ésta de una cuestión que tendrá mayor importancia respecto a aquellos créditos legalmente subordinados, puesto que la lógica de los negocios de

⁸⁸⁵ FERRÉ, 2006, p. 614.

⁸⁸⁶ FERRÉ, 2006, p. 614.

⁸⁸⁷ FERNÁNDEZ DEL POZO, 1992, p. 310, y BERMEJO, 2002, p. 461.

⁸⁸⁸ Solución que ya habían planteado Rafael GARCÍA VILLAVERDE (1992): "Créditos participativos", en AA.VV., *Contratos Bancarios* (coord. Rafael Bonardell Lenzano), Civitas, Madrid p. 233; Olga María FRADEJAS RUEDA (1994): "Créditos participativos", en AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero*, T. II, Vol. I, (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas Sánchez), Civitas, Madrid, pp. 352 y 353; y Javier RODRÍGUEZ SANTOS y Belén NADAL JIMÉNEZ (1997): "Los préstamos participativos (análisis del artículo 20 del Real Decreto - Ley 7/1996, de 7 de junio)", *CT*, p. 268, respecto a los préstamos participativos en el ámbito de la suspensión de pagos. Como también GÓMEZ-JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 416, respecto a las financiaciones subordinadas para igual supuesto. En contra, BROSETA, *RDDB* 14 (1984) p. 277, y PALÁ, *RDBB* 70 (1998), pp. 474 y 475.

subordinación general supone que el acreedor ha aceptado el mayor riesgo posible como fundamento de una mayor retribución. En este sentido, subordinación y privilegio son incompatibles, como manifiesta también la normativa sectorial de las financiaciones subordinadas emitidas por las entidades de crédito, al impedir que las obligaciones emitidas se encuentren de cualquier modo garantizadas (por ejemplo, en los acuerdos del Comité de Basilea)⁸⁸⁹.

Ahora bien, imaginemos el caso que – por cualquier motivo – el crédito generalmente subordinado se encuentra igualmente asegurado con una garantía real. A este respecto, el destino de dicha garantía se encuentra en entredicho por parte de la doctrina. Para algunos, “privilegio” y “antiprivilegio” son situaciones excluyentes, de modo que – pese a los restrictivos términos del artículo 97.2 LC, que sólo consagra la pérdida de las garantías para el caso de los créditos subordinados en razón de su titularidad por personas especialmente relacionadas (artículo 92.5 LC) – esta solución se impone a todos los casos en que el crédito integra la categoría de los créditos subordinados⁸⁹⁰.

Al contrario, otros piensan que el artículo 97.2 LC sólo contiene una regla especial que delimita el régimen más estricto que la legislación concursal dispone para las personas especialmente relacionadas, pero que – *contrario sensu* – no puede ser aplicable a los demás supuestos de subordinación⁸⁹¹. La conservación de la garantía es el resultado preliminar alcanzado por FERRÉ, afirmando que: “En este sentido, consideramos que, como principio general, debería entenderse que los créditos que, por aplicación de la Ley o por acuerdo convencional, tengan el carácter subordinado pero, al mismo tiempo, estén asegurados por una garantía real, conservarán el derecho a ejecutar el bien objeto de la garantía, pasando a ser satisfechos con rango subordinado por la parte del crédito a la que no hubiese podido alcanzar la garantía”⁸⁹². Sin embargo, nos parece que esta solución – como anticipa el propio autor – puede terminar vulnerando el espíritu de la LC en términos de degradar en todo sentido la posición del acreedor subordinado frente a los derechos de los créditos ordinarios. Así, si la garantía real mantuviese su poder sin referencia al carácter subordinado del crédito, salvo en el caso de las personas especialmente relacionadas, la propia garantía será una buena manera para escapar del sino de la posposición. En el caso de la subordinación voluntaria, una interpretación como esta implicaría además

⁸⁸⁹ *Supra*, Capítulo IV, 1.2.3.

⁸⁹⁰ Así, por ejemplo, CARRASCO / CORDERO / MARÍN, 2008, p. 1.028, señalan que “... la condición crédito subordinado determina la irrelevancia concursal de las hipotecas constituidas en su aseguramiento, también esta calificación es causa de extinción de la hipoteca, aunque la LCon sólo haya previsto que el Juez del concurso pueda declarar y ordenar, respectivamente, la extinción y cancelación de las garantías constituidas a favor de acreedores especialmente relacionados con el deudor (art. 97.2 LCon)”.

⁸⁹¹ Por ejemplo, *vid.* CARRASCO, 2009, p. 69 (nota 72).

⁸⁹² FERRÉ, 2006, p. 610.

que los acreedores beneficiarios (esto es, la masa de acreedores ordinarios) no se encontrarían perfectamente protegidos en su mejor posición al cobro, y que, en consecuencia, los recursos obtenidos mediante las financiaciones subordinadas difícilmente podrían asimilarse a los recursos propios de la empresa.

Pero no se piense que por ello subordinación y garantía son necesariamente incompatibles. A este respecto, VEIGA propone que “la administración concursal sólo podrá proceder a la ejecución del bien objeto de la garantía cuando no haya otros bienes realizables, y, en tal caso, el subordinado garantizado tendrá derecho preferente al producto de lo obtenido y que no se haya agotado entre los ordinarios”⁸⁹³. Solución ésta que nos parece más comprensible, y que bien respeta el principio de conservación de las garantías al interior del concurso, como también la idea de la necesaria degradación del crédito subordinado.

b. Consecuencias del carácter subordinado del crédito para el Derecho chileno:

A diferencia de la legislación española, el ordenamiento jurídico chileno establece un régimen bastante más sencillo en el ámbito concursal. El efecto de la subordinación voluntaria será sólo uno: la posposición en el pago del crédito al o a los créditos beneficiarios. Para lograr lo anterior, el Libro IV del CComCh, modificado por la citada Ley No. 20.190, configura ciertos mecanismos para asegurarse que la finalidad degradatoria sea cumplida. La idea básica detrás de tal sistema es que el síndico de quiebras sólo esté obligado a respetar el negocio de subordinación en cuanto tenga conocimiento de su existencia y, en caso de discusión, ésta haya sido favorablemente resuelta por el tribunal.

El primer paso será la exigencia establecida al acreedor subordinado que, al tiempo de verificar su crédito, debe acompañar los títulos justificativos de la subordinación (artículo 133 del Libro IV del CComCh). Ello, en relación con el artículo 2.489 del CCCh, se traduce en la presentación de la escritura pública o del documento privado firmado ante notario y protocolizado, que constituyen las solemnidades alternativas que el legislador chileno ha exigido a esta clase de negocios.

Si este acreedor no hace constar el carácter subordinado de su crédito, el artículo 137 del Libro IV del CComCh permite al acreedor beneficiario el ejercicio de una acción de impugnación. Estas acciones, antes reservadas a la discusión de la existencia misma del crédito o de sus causas de preferencia, se extienden al debate de una subordinación no invocada, pero con una particularidad: sólo podrán ser deducidas por los acreedores a quienes afecta la respectiva subordinación y su tramitación no entorpecerá el pago de los acreedores ordinarios que no sean afectados. Esta clarificación sólo tiene sentido al tratar de la subordinación particular, por lo que procederemos a su explicación *infra*, Capítulo V, 3.2.1. Pero nos referimos a ella porque, *a contrario sensu*, la impugnación de un crédito generalmente subordinado podrá ser

⁸⁹³ VEIGA, 2009, p. 212.

demandada por cualquiera de los acreedores ordinarios y su tramitación siempre suspenderá el pago de todos tales acreedores. No puede ser de otra manera en tanto la existencia de la subordinación general afectará la determinación del valor relativo de todos los créditos ordinarios y subordinados.

Ahora bien, respecto al pago de los acreedores subordinados, las reglas aplicables son las siguientes:

- (i) Los acreedores ordinarios (“valistas”) serán pagados por el síndico de quiebras con pleno respeto a la subordinación de créditos (artículo 147 del Libro IV del CComCh). En caso contrario, incurrirá en una falta que puede dar lugar a responsabilidad civil, habida cuenta de que el inciso segundo del artículo 38 del Libro IV del CComCh le hace responsable hasta de la culpa levísima. Obsérvese asimismo que esta norma deja entrever que, para el sistema chileno, el crédito subordinado mantiene su carácter de crédito ordinario, sin llegar a configurar una categoría independiente.
- (ii) Matemáticamente, los acreedores subordinados contribuirán al pago de sus respectivos acreedores beneficiarios (artículo 151 del Libro IV del CComCh). En un supuesto de subordinación general, ello supone la contribución de los acreedores subordinados a todos los demás acreedores ordinarios.
- (iii) En caso de pluralidad de créditos subordinados, éstos (también matemáticamente) contribuirán a *pro rata* en el pago a favor de sus acreedores beneficiarios comunes (artículo 151 del Libro IV del CComCh). Así, el modelo chileno, al igual que el español, sigue el criterio de la proporcionalidad para resolver la concurrencia de los acreedores subordinados, descartando la temporalidad como evidente alternativa.

Sobre si los acreedores subordinados pueden modificar la proporcionalidad en el pago, y siguiendo iguales parámetros que para el ordenamiento jurídico español, estimamos que los términos del modelo chileno no parecen ser imperativos. En otras palabras, no se ven inconvenientes para que los particulares subordinen el pago de sus créditos, no sólo a otros créditos ordinarios, sino también a otros créditos subordinados.

Por último, y respecto a la extensión de la subordinación, cabe tener presente la norma supletoria que dispone el artículo 2.489 del CCCh, en términos que la subordinación comprenderá el capital y los intereses, a menos que se exprese lo contrario. La regla antes indicada es contraria a la doctrina norteamericana, imbuida en

el “*rule of explicitness*”, conforme a la cual solamente se entenderán postergados los intereses que se devenguen después de la solicitud de quiebra (“*post-petition interest*”) si se ha convenido de manera expresa y carente de ambigüedad⁸⁹⁴. La norma chilena, en todo caso, parece muy apropiada, toda vez que evita discusiones respecto al ámbito de la subordinación, considerando la posibilidad de discusión sobre si la posposición se extiende a elementos accesorios, como son los intereses.

3.2. Régimen concursal de los negocios de subordinación particular

En la práctica, los negocios de subordinación particular pretenden conseguir que los repartos que el acreedor subordinado podría haber obtenido de la liquidación sean destinados sólo a quien ha sido designado como beneficiario de la subordinación. Esta fórmula – que en la doctrina norteamericana recibe los nombres de “*double dividend*” o “*double dip*” – resulta de un negocio jurídico normalmente innominado (salvo en el Derecho chileno), y de ahí las principales dificultades en delinear su régimen jurídico.

Incluso, veremos, surgen voces que desestiman que esta suerte de “acuerdos” pueda traspasar sus efectos al ámbito concursal, constituyéndose como un negocio privado entre acreedor subordinado y beneficiario. Se vuelve de este modo a la idea de la “subordinación indirecta” (o “*turnover subordination*”), en el sentido de que – sólo después del reparto proporcional efectuado por la administración concursal – el acreedor subordinado estaría obligado a restituir los correspondientes fondos al

⁸⁹⁴ Se refiere esta a una doctrina basada en los parámetros de la equidad que en su tiempo hicieron valer los tribunales norteamericanos a efectos de exigir precisión del acuerdo de subordinación respecto a su alcance, siendo una regla que, en definitiva, buscaba proteger a los acreedores subordinados. Conforme esta regla los tribunales norteamericanos fallaron, por ejemplo, que se requería mención expresa y sin ambigüedad a efectos que el crédito subordinado se entendiese pospuesto a los intereses de los créditos beneficiarios que se devengaren con posterioridad a la solicitud de declaración de concurso (“*post-petition interest*”). Vid. *In re Time Sales Finance Corp.*, 491 F.2d 841, 844 (3d Cir. 1974); *In re King Resources Co.*, 385 F. Supp. 1269 (D. Colo. 1974); *In re Kingsboro Mortgage Corp.*, 379 F. Supp. 227, 231 (S.D. N.Y. 1974); y, especialmente, *In re Credit Industrial Corporation*, 366 F.2d 402, 407 (2d Cir. 1966), que ya en 1966 se afirmó que “Si los términos de los contratos son claros y faltos de ambigüedad, como lo son, no es necesario recurrir a forzadas teorías como las del tercero beneficiario, del *estoppel* (doctrina de los actos propios) o de los principios generales de equidad para evaluar y determinar las respectivas posiciones que propiamente corresponden a las partes involucradas”, agregando que “un tribunal de la quiebra, para cumplir con su deber de equidad, debe dar cumplimiento a los acuerdos de subordinación lícitos conforme a sus términos” (Traducción del autor. Texto original en inglés, cuyo tenor puede consultarse en KRAVITZ, *Mich. L. Rev.* 91.2. (1992), p. 288.)

Sin embargo, Hollace T. COHEN (2002): “Adventures in subordination, an uncertain terrain”, *Norton Annual Survey of Bankruptcy Law*, pp. 43 y ss., nos informa de que la citada regla quedó derogada por el artículo 510 (a) USC 11 por cuanto su lenguaje directo y sin limitaciones no admitiría la exigencia de menciones expresas, a menos que la ley que fuere aplicable a un “acuerdo de subordinación” fuera del ámbito concursal así lo exigiere. Vid. *In re Southeast Banking Corp.*, 156 F.3d 1114, 33 Bankr. Ct. Dec. (CRR) 302, de 28 de septiembre de 1998.

acreedor beneficiario (*supra*, Capítulo I, 3.3). Los temores a su admisibilidad en sede concursal se deben, a nuestro juicio, a la continua remisión a las limitaciones de la autonomía privada en relación con las reglas de prelación de créditos y a que se considera imposible que los particulares puedan “instruir” a la administración concursal de un modo de reparto diferente a la proporcionalidad más allá de los supuestos expresamente referidos en la ley, como ocurre con la subordinación general consagrada en el artículo 92.2 LC.

En atención a lo anterior, el estudio del régimen jurídico de los créditos particularmente subordinados previamente requiere de la comprobación de la admisibilidad de esta clase de negocios, para luego dar cuenta de sus efectos. Así, advirtiendo la inexistencia de un régimen especial en sede concursal, habrá que delimitar los efectos de la subordinación particular en las fórmulas de cálculo del valor relativo de los créditos implicados y dar cuenta de las cláusulas protectoras que frecuentemente se agregan a esta forma de posposición a efectos de asegurar el “doble dividendo”.

3.2.1. Admisibilidad de los negocios de subordinación particular

Conforme a la lógica de la exclusión voluntaria que hemos propuesto, los negocios de subordinación particular pretenden el reemplazo de la regla de proporcionalidad para favorecer a un determinado acreedor o clase de acreedores. De tal suerte, éstos últimos deberían ver protegida su posición en todos los casos en los que esta norma hubiere tenido aplicación. En caso contrario, el propósito del negocio no será completamente satisfecho.

Ya en sede concursal, es necesario hacer una aclaración previa: una particularidad de los negocios de subordinación particular, al menos desde la óptica del Derecho español, es que éstos no integran la categoría de los “créditos subordinados” contemplados en el artículo 92 LC. Su forma no calza con la tipología del artículo 92.2 LC, en cuanto éste exige que la degradación tenga lugar en relación a todo el resto de los acreedores del deudor y no sólo a ciertos acreedores determinados⁸⁹⁵. De esta circunstancia derivan dos importantes cuestiones: *primero*, que cabe revisar la admisibilidad y régimen aplicable a los créditos particularmente subordinados en la esfera concursal, y, *luego*, que en ningún caso le resultarán aplicables las restrictivas reglas que completan el régimen de los “créditos subordinados” a los que hicieramos referencia *supra*, Capítulo V, 3.1.2.

Si no se han fijado consecuencias jurídicas ulteriores por parte de los ordenamientos jurídicos, sólo cabe pensar en la producción del efecto típico de los negocios de subordinación: la degradación relativa del crédito. Ello aligera bastante su régimen jurídico. El problema a resolver es cómo se articula esta cuestión en sede

⁸⁹⁵ ALEMANY, 2004 (recurso electrónico).

concurral. En esta materia, nuevamente, hay una diferencia sustancial entre el modelo español y el chileno, en tanto este último reconoce abiertamente esta clase de negocios – como figura típica – y le concede el mismo régimen que a los casos de subordinación general, con la única y evidente diferencia de su relatividad.

El régimen previsto en el ordenamiento jurídico chileno es básicamente el siguiente: para que el negocio de subordinación sea oponible en sede concursal será necesario que – al tiempo de la verificación del crédito-, el acreedor beneficiario y/o el acreedor subordinado presenten los títulos justificativos de la subordinación (artículos 133 y 147 del Libro IV del CComCh). Si el acreedor subordinado no ha verificado su crédito en carácter de subordinado, siempre queda la posibilidad de que el acreedor beneficiario presente una demanda de impugnación para que el crédito sea recalificado por el tribunal (artículo 137 del Libro IV del CComCh). Esta acción de impugnación tiene dos diferencias respecto a la que corresponde a los créditos generalmente subordinados: *por una parte*, sólo puede ser ejercida por el acreedor beneficiario, y, *por la otra*, su interposición no impedirá el reparto a los demás acreedores ordinarios. Ambas cuestiones resultan corolario evidente del carácter relativo de esta forma de subordinación.

Fijada entonces la regla de graduación que supone la subordinación particular, el artículo 147 del Libro IV del CComCh dispone que *“Los acreedores serán pagados en la forma y orden de preferencia establecidos en las leyes y, en el caso de los acreedores valistas, con pleno respeto a la subordinación de créditos a que se refiere el artículo 2489 del Código Civil.”* Pero el respeto a las reglas de subordinación aún no nos indica la forma en que se efectuará el cálculo del valor relativo de los créditos, por lo que cabe agregar que el artículo 151.2 del Libro IV del CComCh dispone que *“en el caso de créditos afectos a subordinación, el o los acreedores subordinados contribuirán al pago sus respectivos acreedores beneficiarios, a prorrata, con lo que les correspondiere en dicho reparto de su crédito subordinado.”*

Ahora bien, el régimen concursal de los créditos particularmente subordinados es bastante más complejo de determinar en el Derecho español. Ello atenta en contra de la seguridad jurídica, sobre todo si se considera que, conforme señalan ÁVILA DE LA TORRE y SASTRE, se trata éste de un supuesto bastante más frecuente en la práctica que los casos de subordinación general⁸⁹⁶. El solo reconocimiento de éstos últimos al amparo del artículo 92.2 LC se debe a que sólo son ellos los que deben conciliar su régimen con los supuestos de subordinación legal. La lógica de todos los “créditos subordinados” es que queden pospuestos al pago de todos los demás créditos ordinarios del deudor, o, al menos, de los créditos que se encuentran en una posición superior. La introducción de la subordinación particular en el artículo 92.2 LC hubiese producido, entonces, un efecto indeseado para el acreedor subordinado, y no hubiese podido cumplir con los objetivos económicos previstos.

⁸⁹⁶ ÁVILA DE LA TORRE, 2005, pp. 401 y 402, y SASTRE, 2005, p. 3.918.

Pero dar cuenta de las razones para el desconocimiento de esta suerte de negocios en el artículo 92.2 LC no es suficiente para probar su admisibilidad. Por ello es que cabe recordar la justificación que hemos dado a la figura de la subordinación en términos generales, suponiendo el reconocimiento de la autonomía privada en el campo de las reglas de prelación de créditos. Así, bien podría suponerse un régimen similar al existente en el Derecho chileno, de modo que la administración concursal deba cumplir con el objeto del negocio de subordinación y efectúe el cálculo del valor relativo de cada crédito involucrado (subordinado y beneficiario), previo a la entrega de los correspondientes fondos. Juega a favor de esta interpretación todo cuánto hemos indicado en relación con el carácter dispositivo de la regla de distribución proporcional y de su posibilidad de reemplazo por otra regla que no vulnere los límites generales de la autonomía privada. De este modo, podría sostenerse que en nada se afecta la legalidad, el orden público ni las buenas costumbres por el hecho de “instruir” a la administración concursal sobre la transferencia del valor relativo del crédito subordinado al beneficiario.

En otras palabras, las limitaciones que pueden suponerse a esta clase de negocios responde a iguales ideas a las que invalidaban toda forma de subordinación voluntaria previo a su reconocimiento legislativo. Si la administración concursal no pudiese ser “instruida” de otras formas de distribución del activo que aquéllas enunciadas por el legislador, resultarían inadmisibles todas las fórmulas de negociación de rango, renuncia de privilegios, subordinación, entre otros, como manifestaciones de la autonomía privada en el campo de la prelación de créditos.

Además, la consecuencia económica de la subordinación particular – esto es, la traslación del valor relativo únicamente al crédito beneficiario – ya se encuentra admitida en los ordenamientos jurídicos para el caso del pago con subrogación parcial. De este modo, y para respetar los términos del artículo 1.213 CC, la administración concursal deberá efectuar la misma suerte de cálculos que los que requiere esta clase de subordinación a efectos de que el beneficio se radique únicamente en el acreedor original. Pero bien podría indicarse que – en este caso - la “instrucción” para que se efectúe una graduación en el pago proviene de la ley, y de ahí la legitimación del acreedor original (en tanto único beneficiario) para alegar su mejor derecho al pago incluso en sede concursal. Sin embargo, hemos indicado que, habida cuenta de la relatividad del mejor derecho, la mejor doctrina ha admitido la variación de la regla por parte de los acreedores involucrados, sea para desecharla, instando por la proporcionalidad, o sea para otorgar un mejor derecho al nuevo acreedor (*supra*, Capítulo II, 3.2.5). La lógica nos indica que esta nueva regla de graduación, cuyo origen se encuentra únicamente en la voluntad de las partes, debe tener alguna trascendencia en el concurso, en tanto es precisamente en este campo donde las reglas de prelación tienen más fecunda recepción.

No obstante, cabe admitir que el silencio de la LC en esta materia puede dar lugar a una interpretación diversa, en la que los negocios de subordinación particular

son admisibles – en tanto no prohibidos – pero no son vinculantes a la administración concursal. En este caso, la subordinación deberá articularse conforme a las ideas de la subordinación indirecta a la que hicieramos referencia *supra*, Capítulo I, 3.3. De este modo, los acreedores involucrados recibirán los repartos conforme a la regla de proporcionalidad y, en un momento posterior, el acreedor subordinado estará obligado a entregar los fondos que correspondan al acreedor beneficiario. Supone ello, en otras palabras, que la carga del cumplimiento del “acuerdo de subordinación” no gravará a la administración concursal, sino sólo obligará al acreedor subordinado, manifestándose como un simple acuerdo contractual, generador de una obligación de dar. Esta solución implicará necesariamente un mayor riesgo para el acreedor beneficiario, por cuanto los fondos ingresarán al patrimonio del acreedor subordinado y sólo tendrá una acción personal para demandar su entrega en cumplimiento del acuerdo de subordinación.

Lamentablemente, la doctrina española no se ha detenido en este punto con mayor profundidad, aún cuando se han ofrecido los siguientes comentarios generales:

- (i) Para SEBASTIÁN, no existirían diferencias entre un negocio de subordinación general y particular⁸⁹⁷. De este modo, la aceptación de la posposición por parte del acreedor subordinado supondría que el crédito se sujetará necesariamente al régimen previsto por la LC para el crédito generalmente subordinado, incluyendo el hecho que sólo será pagado una vez satisfechos todos los créditos ordinarios y los subordinados producto de su comunicación tardía al concurso⁸⁹⁸.

No nos parece esta una solución adecuada por cuanto, *por una parte*, desatiende las diferentes finalidades económicas y propósitos de los negocios de subordinación general y particular, y, *por la otra*, porque no respeta el tenor literal del artículo 92.2 LC, que exige que el crédito sea postpuesto a todos los demás acreedores del deudor, tipología que sólo se satisface con la subordinación general.

- (ii) Para FERRÉ, “estos acuerdos intervendrán únicamente los acreedores afectados por la subordinación (el inferior y el superior) o podrán contar

⁸⁹⁷ SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008), p. 74.

⁸⁹⁸ La idea de la asimilación total se desprende también de las palabras de SASTRE, 2005, p. 3.918, al criticar la solución legal que ubica los créditos voluntariamente subordinados por debajo de los créditos subordinados por comunicación tardía, toda vez que “... la práctica de la subordinación contractual se refiere tan sólo a determinados créditos, a quienes se les acepta un trato especial de preferencia en el cobro - por ejemplo, los proveedores, a favor de los financiadores – pero sólo y exclusivamente a favor de ellos, y no en relación con los restantes.”; y de las palabras de CORDEIRO, 2004a, p. 1.098, al indicar que “Además, el texto de la norma es poco afortunado, pues, de aplicarse literalmente, sólo serían subordinados los créditos cuando su titular conviniere en ser postergado a todos los acreedores del deudor pero no si se acordase la subordinación sólo con respecto a algunas clases de créditos.”

con el concurso del deudor. En cualquier caso, los acuerdos adoptados vincularán a éste y, por ende, al juez del concurso y a la administración concursal en caso de apertura de un procedimiento de ejecución colectiva”⁸⁹⁹. Sin embargo, el autor continúa aludiendo a las dificultades prácticas para la aplicación de este tipo de cláusulas en el concurso, de tal forma que si el acreedor subordinado sólo podrá pagarse una vez satisfecho el beneficiario, y éste se pagará a *pro rata* con todo el resto de los acreedores ordinarios, podría entenderse que el efecto degradatorio del negocio de subordinación particular será el mismo que el de la subordinación general, beneficiando a los acreedores ordinarios que no han sido parte del acuerdo.

Para resolver lo anterior, el autor propone que “el acreedor inferior y el *mezzanine creditor* deberán ser considerados como acreedores ordinarios – a no ser que, por Ley, les corresponda otra clasificación – y cobrar por delante de todos los que legalmente se consideran como subordinados, en cumplimiento del artículo 158.1 LC”⁹⁰⁰. Esta opinión, si bien resuelve el inconveniente de asimilación completa anotada por SEBASTIÁN, apuesta por el reconocimiento de los negocios de subordinación particular en tanto se trataría de una obligación del deudor vinculante al concurso. Ya hemos negado el carácter contractual de cualquier forma de subordinación (*supra*, Capítulo III, 2.4), de manera que esta solución tampoco nos parece aceptable.

Por su parte, la proposición de FERRÉ advierte la dificultad de diferenciar los efectos del negocio de subordinación general y particular atendiendo a que el acreedor beneficiario debe recibir el pago de acuerdo a la regla de proporcionalidad – especialmente respecto a los acreedores ordinarios que no son parte del “acuerdo de subordinación” – pero sólo resuelve concediéndole a los créditos particularmente subordinados el mismo trato que el de los créditos ordinarios y admitiendo su pago sólo antes que el resto de los acreedores subordinados. De esta manera, tampoco se satisface completamente la pretensión de las partes en el sentido que el beneficio de la subordinación sólo se radique en un acreedor previamente determinado.

- (iii) Finalmente, CARRASCO es de la opinión que los negocios de subordinación particular son vinculantes al concurso, y deben resolverse en forma de un derecho del acreedor beneficiario a hacerse atribuir la

⁸⁹⁹ FERRÉ, 2006, pp. 235 y 236.

⁹⁰⁰ FERRÉ, 2006, p. 239.

cuota del acreedor gravado con tal pacto, como una forma convencional de subrogación⁹⁰¹.

Esta afirmación nos parece debe ser matizada a modo de aclarar que el acreedor beneficiario no se hace atribuir toda la cuota del acreedor subordinado, sino sólo aquella que es necesaria para dar cobertura a su crédito. Y también porque, a nuestro juicio, el supuesto de subrogación debe entenderse conforme a la idea de transferencia del valor relativo del crédito subordinado al beneficiario.

Consecuencia de todo lo anterior es que estimamos que no hay motivos para desestimar los efectos propuestos por un negocio de subordinación particular, específicamente en lo que se refiere a la alteración de la regla de proporcionalidad. La cuestión, veremos inmediatamente, sólo cambia respecto a los supuestos de posposición general, en una mayor complejidad en las fórmulas de cálculo del valor relativo de los créditos involucrados.

3.2.2. *Cálculo del valor relativo del crédito particularmente subordinado*

La relatividad de los efectos de la subordinación particular supone que el beneficio de la subordinación voluntaria sólo debe radicarse en el acreedor a quien el acreedor subordinado ha designado como beneficiario, dado que en caso contrario se produciría una pérdida mayor a la que estaba dispuesto a aceptar⁹⁰².

El problema es que el acreedor beneficiario es titular de un crédito ordinario sujeto a las reglas de distribución proporcional. Ello podría suponer que, en razón de tal regla, el acreedor beneficiario no pueda obtener – ni aún producto del negocio de subordinación particular – una *pro rata* mayor a la que le corresponde, de modo que el beneficio de la subordinación debe necesariamente diluirse entre todos los acreedores ordinarios. FERRÉ manifiesta tal opinión indicando que “habida cuenta que el acreedor superior será, en principio, un acreedor ordinario, el pago de su crédito en la fase de liquidación deberá hacerse a prorrata entre el resto de acreedores ordinarios (art. 157.2 LC). De esa distribución no podrá formar parte el acreedor inferior, quien no cobrará hasta que no se hayan satisfecho la totalidad de los créditos ordinarios”⁹⁰³.

⁹⁰¹ CARRASCO, 2009, p. 72.

⁹⁰² A esta solución ya había llegado CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 377, y se mantiene aún después de la entrada en vigencia del *Bankruptcy Code*, conforme da cuenta LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 206.

⁹⁰³ FERRÉ, 2006, p. 238. Ya en este sentido, *vid.* WOOD, 1990, p. 12 y 14, quien además plantea que una de las ventajas de la subordinación indirecta por sobre la directa es que ésta provoca que el crédito subordinado quede pospuesto a todos los demás créditos y no sólo a un crédito o grupo de créditos beneficiarios en particular.

Creemos que ésta no es una respuesta adecuada, por los siguientes motivos: (i) se vulnera la intención de los particulares, que optaron por la estructura de una subordinación particular en miras a que el beneficio sólo se destine a un acreedor previamente determinado; (ii) se vulnera el efecto relativo del negocio de subordinación particular, conforme al cual – para el resto de los acreedores ordinarios – el acreedor subordinado sigue siendo titular de un crédito ordinario; y (iii) en la legislación española no hay motivos para sujetar al acreedor relativamente subordinado al régimen de pago de los créditos generalmente subordinados, que sí cumplen con la tipología del artículo 92.2 LC⁹⁰⁴.

Una respuesta que sólo pretenda transferir el valor relativo del crédito subordinado al beneficiario no perjudica la posición del resto de los acreedores ordinarios. La existencia o no de la subordinación particular no afecta los montos que les corresponde recibir conforme a la regla de distribución proporcional⁹⁰⁵. Pero, para lograr tal solución, será siempre necesaria la realización de dos o más operaciones matemáticas. Estas operaciones tendrán lugar, al menos desde la perspectiva del Derecho español, sea que se acepte o no que los negocios de subordinación particular son oponibles al concurso. De serlo, el cálculo deberá ser efectuado por la administración concursal previo a efectuar los correspondientes pagos; al contrario, el cálculo corresponderá a los acreedores subordinado y beneficiario al tiempo de realizar o aceptar la entrega de los fondos (obligación de dar), respectivamente, en cumplimiento del acuerdo de subordinación.

A continuación ofrecemos los diferentes supuestos que pueden producirse en relación a la configuración de los negocios de subordinación relativa, cada uno con sus diferentes grados de complejidad. Creemos que si bien en ciertos casos la solución puede implicar ciertas destrezas matemáticas, ello no puede ser obstáculo a la admisibilidad de los negocios de subordinación particular. La administración concursal es definida en la LC como un órgano de carácter técnico, integrado siempre por personas que cumplan con las condiciones subjetivas previstas en el artículo 27 LC. Además, existen materias bastante más difíciles que ésta y que, no por ello, deben ser desestimadas por parte de la jurisdicción.

a. *Supuesto de un único crédito subordinado a un único crédito beneficiario:*

Se trata éste del supuesto más simple, que sólo relaciona a dos créditos dentro de la masa de créditos ordinarios. Imaginemos que todos los créditos tienen el carácter de ordinarios, y que sólo un crédito “D” se encuentra subordinado al crédito “C”. Para

⁹⁰⁴ En el caso de la legislación chilena, esta solución se da de manera explícita en el artículo 151 del Libro IV del CComCh, antes citado.

⁹⁰⁵ Así, JOHNSON, *The Journal of Finance* 10.1 (1955), p. 3; LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 206; FINCH, 2002, p. 445, y ALEMANY, 2004 (recurso electrónico).

el cálculo del valor relativo de cada uno de los créditos, será necesario añadir el dato del valor de liquidación de la masa activa, que en este ejemplo será de 500.

- (i) *Primer cálculo:* supone que todos los acreedores ordinarios tienen exactamente el mismo valor, esto es, aún no toma en cuenta el hecho de la subordinación. De esta forma, el cálculo del valor relativo de cada crédito se obtiene de la aplicación de la regla de tres. Considerando que el monto total al que asciende la masa pasiva es de 1.000, y el monto total de la masa activa es de 500, esto implicará que – en esta etapa - el valor relativo de los créditos corresponde exactamente a la mitad de su valor absoluto.

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (sin considerar la subordinación)
Crédito A	100	50
Crédito B	200	100
Crédito C *	300	150
Crédito D **	400	200
TOTAL	1.000	500

* Crédito beneficiario.

** Crédito relativamente subordinado.

- (ii) *Segundo cálculo:* este cálculo sólo se refiere a los créditos involucrados en el negocio de subordinación particular, asumiendo su graduación. De este modo, la determinación del valor absoluto del crédito beneficiario no toma en cuenta la existencia del crédito subordinado. Sólo satisfecho plenamente el crédito beneficiario (o agotados los fondos), el remanente se dirigirá al pago del crédito subordinado.

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
Crédito C	300	300
Crédito D	400	50
TOTAL	700	350

Como es de observar, esta fórmula de cálculo en nada afecta la distribución de los demás acreedores ordinarios. Para éstos, la

subordinación no existe, de modo que no lesiona sus posibilidades de cobro ni les beneficia injustificadamente.

b. Subordinación de varios créditos respecto a un único crédito beneficiario:

En este caso, y siguiendo exactamente la misma solución que la aplicable para los negocios de subordinación general, el artículo 151 del Libro IV del CComCh propone una regla de distribución proporcional entre los créditos subordinados. Respecto a la segunda de las operaciones matemáticas antes explicada, esta solución legal puede explicarse del siguiente modo, asumiendo nuevamente que el valor de la masa activa asciende a 500:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
<i>Crédito A</i>	300	300
<i>Crédito B *</i>	400	114,3
<i>Crédito C **</i>	300	85,7
TOTAL	1000	500

* Crédito subordinado a A.

** Crédito subordinado a B.

Para este supuesto será indistinto si los diferentes negocios de subordinación han sido o no celebrados al mismo tiempo. La única diferencia es que, de constar en el mismo instrumento, las partes pueden haber previsto una forma de coordinación diferente a la proporcionalidad (por ejemplo, porcentajes diferentes). De no haberlo hecho, la distribución será proporcional bajo la misma lógica de la cofianza (artículos 1.844 CC y 2.378 CCCh). Y esa lógica nos dice que, a menos que se haya dispuesto lo contrario, no hay motivos para suponer que uno de los acreedores ha aceptado un nivel de riesgo diferente que los demás acreedores.

Si uno de los negocios de subordinación se ha celebrado con posterioridad al otro, resultará que ambos créditos subordinados se beneficiarán de un menor nivel de riesgo: el riesgo de insolvencia se diluirá entre ambos créditos habida cuenta de la proporcionalidad. Por ello, la posición jurídica del primer acreedor subordinado no se ve perjudicada, sino fortalecida en razón de la nueva subordinación. El acreedor beneficiario tampoco se verá afectado porque, como resulta del cálculo, esta estructura igualmente supondrá fortalecer el cálculo del valor relativo de su crédito, de la misma manera que si ambos acreedores subordinados hubiesen celebrado un mismo acuerdo de subordinación.

c. *Subordinación de un único crédito a varios créditos beneficiarios:*

Se trata éste de un supuesto que no es resuelto por la legislación chilena (como tampoco, evidentemente, por la legislación española), pero que puede presentar dos variantes: (i) que el acreedor haya subordinado su crédito conjuntamente a dos o más créditos beneficiarios, de manera que los acreedores beneficiarios acepten la pluralidad; o (ii) que el acreedor haya subordinado su crédito de manera independiente a dos o más créditos beneficiarios, sin que lo anterior haya sido aceptado – expresa o tácitamente – por ninguno de los acreedores beneficiarios.

En consecuencia, el elemento que distingue uno y otro supuesto es la aceptación o no de que los beneficios de la subordinación se distribuyan entre varios acreedores. Esta distinción, veremos, responde a que el hecho de la subordinación posterior puede diluir la “garantía”, efecto económico del negocio, entre otros acreedores.

El supuesto más fácil de resolver es el que supone que todos los acreedores beneficiarios son conscientes y aceptan la pluralidad de acreedores beneficiarios. Aquí, la lógica debe ser la misma que para el caso de la solidaridad activa, cual es que – por regla general – el beneficio se distribuirá a *pro rata* entre los acreedores beneficiarios. Esta solución puede darse tanto en el caso en que los negocios de subordinación sean coetáneos, como si el acreedor beneficiario anterior acepta el negocio de subordinación posterior⁹⁰⁶. Y, aún más, permite que los acreedores beneficiarios alteren la regla de proporcionalidad, disponiendo de otro modo de distribución de los beneficios.

En términos gráficos, suponiendo la proporcionalidad, y nuevamente un activo de 500, podemos representar esta solución del siguiente modo:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (sin considerar la subordinación)	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
Crédito A	300	150	214,5
Crédito B	400	200	285,5
Crédito C *	300	150	0
TOTAL	1000	500	500

* Crédito particularmente subordinado a A y B.

⁹⁰⁶ Algo similar ocurre en los casos de los créditos hipotecarios originalmente plurales, en que la conciencia previa de tal pluralidad permite a las partes estipular pactos que resuelvan los problemas derivados de la colectividad, tanto en la fase de seguridad como de realización de la garantía. Sobre el particular, *vid.* Rafael VERDERA SERVER (1999): *La Hipoteca a Favor de dos o más Acreedores*, Tirant Lo Blanch, Valencia, pp. 59 – 71.

Para aclarar el cálculo numérico, hemos de indicar que el valor relativo del crédito "C" previo a la subordinación se distribuye a *pro rata* entre los demás créditos. Tal proporción debe calcularse como el valor relativo de cada crédito beneficiario en relación a la suma de los valores relativos de todos los créditos beneficiarios (en este caso, 350). Obtenida las proporciones, éstas deben multiplicarse por el valor relativo del crédito subordinado, y el monto resultante deberá deducirse de este último hasta su extinción.

El mayor problema se presenta en el caso en que el primer acreedor beneficiario no haya aceptado la dilución del beneficio con otros acreedores. Debemos recordar que los negocios de subordinación no están sometidos a un régimen de publicidad, lo que dificulta una solución. De haberla, perfectamente podría colegirse una fórmula de temporalidad (*prior tempore, potior iure*) en tanto el acreedor beneficiario posterior siempre hubiese tenido conocimiento de la subordinación anterior, beneficiándose sólo del valor residual del crédito subordinado una vez satisfecho el valor relativo del primer crédito beneficiario.

Así, sin publicidad, se confrontan dos intereses que aparentemente merecen protección. *Por una parte*, el interés del primer acreedor beneficiario en mantener incólume su garantía, y, *por la otra*, el interés del segundo acreedor beneficiario que bien pudo haber desconocido el hecho de la subordinación anterior, considerando la ausencia de publicidad. Vale la pena considerar que el conflicto de intereses sólo se presenta en cuanto el segundo de los acreedores beneficiarios realmente desconozca el hecho de la primera subordinación, esto es, se encuentre de buena fe. En caso contrario, no hay motivos para proteger su interés deteriorando la garantía del primer acreedor beneficiario.

Por su parte, cabe verificar la conducta del acreedor subordinado, quien es el único que – en los hechos – siempre sabe si su crédito ha sido o no objeto de una subordinación anterior. En este sentido, debe conocer que el hecho de la subordinación posterior puede afectar la garantía constituida a favor del primer acreedor beneficiario, de manera que siempre podría acudir a él a objeto de obtener su aceptación al nuevo negocio de subordinación o, al menos, regular sus consecuencias. De igual manera, el acreedor subordinado siempre podrá poner sobre aviso al segundo de los acreedores beneficiarios de la existencia del negocio de subordinación anterior, puesto que el valor de su "garantía" también se verá afectado, sea que se aplique la regla de proporcionalidad o la regla de temporalidad.

Estas omisiones bien pueden ser resueltas desde el punto de vista contractual. El primer acreedor beneficiario puede convenir con el acreedor subordinado la obligación negativa de no volver a subordinar su crédito sin contar con su consentimiento. De hacerlo, la infracción derivará en el pago de la correspondiente indemnización de perjuicios. El segundo acreedor beneficiario también puede fortalecer su posición si, conjuntamente a lo anterior, hace declarar expresamente al

acreedor subordinado que el crédito no ha sido previamente pospuesto. Con ello, el segundo de los acreedores beneficiarios se asegura que si el acreedor subordinado oculta un negocio anterior, probablemente se ha configurado un supuesto de dolo.

La respuesta sobre la regla a aplicar - temporalidad o proporcionalidad - no parece ser demasiado simple. Por la primera aboga el carácter de “garantía” que suele asociarse al concepto de subordinación voluntaria, como también que ésta es la respuesta que otorga el legislador, por ejemplo, en caso que un bien se haya vendido a dos compradores (artículos 1.473 CC y 1.817 CCCh). La lógica de la temporalidad, termina resumiendo CALLIGAR, es que la primera subordinación debe prevalecer bajo la idea que la segunda subordinación cubre una deuda ya subordinada⁹⁰⁷. Al menos en la lógica norteamericana inicial, en que la subordinación se aceptaba generalmente a la luz de una cesión o de un gravamen en equidad, esta conclusión parecía ineludible.

Pero la proporcionalidad parece ser la respuesta que asume que si bien la subordinación constituye una suerte de “garantía”, ella no equivale a un gravamen real que se construye sobre la base del *prior tempore, potior iure*⁹⁰⁸. También el hecho de que, a diferencia del ejemplo de la compraventa, aquí sí cabe una solución que intente distribuir el beneficio entre los acreedores involucrados. Al contrario, difícilmente podría haberse llegado a una solución proporcional en la venta de un bien. Y, finalmente, porque los acreedores beneficiarios siempre tendrán a mano herramientas adicionales para que el acreedor subordinado responda por el perjuicio que conscientemente ha causado a sus intereses.

d. Subordinación en escala:

Hablamos de “subordinación en escala” (o “*multi-tier subordination*”), cuando existen varias capas de créditos subordinados, de modo que cada uno de ellos asume un nivel diferente de riesgos. Este mecanismo se ha empleado en los modelos de financiación de entresuelo (“*mezzanine finance*”) y en las emisiones de bonos titulizados, para poder adecuar el instrumento a los diferentes inversores conforme a una mayor o menor retribución. Aparentemente, se trata éste del supuesto más fácil de resolver en tanto supone la repetición de los cálculos de manera sucesiva hasta la extinción de los fondos.

Sin embargo, esta posibilidad podría implicar – a la larga – que el primero de los créditos en la línea se beneficiará de los pagos que pudieren corresponder al crédito inferior, sea con motivo de lo que le corresponde en la determinación de su valor relativo con su crédito beneficiario, o sea por efecto de la subordinación del crédito inferior⁹⁰⁹. Esta segunda alternativa implicaría que cada uno de los créditos inferiores

⁹⁰⁷ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), pp. 400 y 401.

⁹⁰⁸ GOLIN, N.Y.L.F. 7 (1961), p. 371, y LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 220.

⁹⁰⁹ CALLIGAR, *Bus. Law.* 23 (1967), p. 39.

terminaría contribuyendo al pago del primero de los créditos de la cadena, cuestión que puede o no haber estado en la mente de los acreedores sucesivamente subordinados.

Para ilustrar lo anterior, debemos nuevamente volver a nuestra tabla de cálculo, asumiendo nuevamente un valor de la masa activa de 500. En este ejemplo, cada crédito se encuentra subordinado al inmediatamente precedente, lo que significa que, para el cálculo del valor relativo del crédito superior no se toma en consideración la existencia de ninguno de los créditos inferiores. De ello resultaría lo siguiente:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
<i>Crédito A</i>	100	100
<i>Crédito B</i>	200	200
<i>Crédito C</i>	300	200
<i>Crédito D</i>	400	0
TOTAL	1.000	500

Como se puede apreciar, este resultado supone que el último de los créditos no sólo ha aportado al pago de su crédito beneficiario, sino indirectamente a todos los demás créditos de la cadena. Este efecto pudo haber sido deseado – o al menos asumido – por el titular del último de los créditos, sobre todo en una estructura de financiación de proyectos que se presenta bajo la idea de subordinaciones escalonadas. Pero también puede darse el caso de que el acreedor subordinado desconozca el hecho de que el acreedor beneficiario se encuentra ya subordinado a otro crédito, o de que el acreedor beneficiario – acto seguido de la subordinación – subordine su crédito a favor de otro acreedor ordinario. En ambos casos, el análisis de riesgos del acreedor subordinado habrá sido errado.

Este problema parece tener una difícil solución por cuanto, como hemos comentado, la legislación no se ha detenido en los efectos del negocio de subordinación respecto a terceros, y ni siquiera ha previsto normas particulares de publicidad. Así, el acreedor subordinado podrá verse indefenso ante las decisiones de riesgo que puede tomar el acreedor beneficiario.

Pero esta solución no es ineludible en tanto siempre existe una alternativa de cálculo diferente, que sólo toma en cuenta la graduación existente entre el acreedor beneficiario y el subordinado, obviando las posibles subordinaciones que hubieren operado por cualquiera de los extremos. En definitiva, no hay motivos para asumir una transferencia de valor sin contar con el consentimiento del acreedor subordinado. Esta

alternativa supone rescatar el valor relativo del negocio de subordinación particular, del siguiente modo:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
<i>Crédito A</i>	100	100
<i>Crédito B</i>	200	175
<i>Crédito C</i>	300	175
<i>Crédito D</i>	400	50
TOTAL	1.000	500

Para llegar a estos resultados, hemos supuesto que el titular del crédito “D” sólo ha pretendido beneficiar al crédito “C”, de manera que el cálculo del valor relativo de su crédito debe obviar el hecho que el crédito “C” está a su vez subordinado al crédito “B”. De este modo, el resultado será exactamente el mismo que le hubiese correspondido en el escenario descrito en el supuesto más simple descrito *supra*, Capítulo V, 3.2.2.a. Igual ocurrirá con el crédito “C” y todos los que le antecedan en la línea.

Nos parece que las alternativas de cálculo no son excluyentes, sino que responden a diferentes supuestos. La *primera opción* supone que el acreedor subordinado ha extendido los beneficios del negocio de subordinación a todos quienes se encuentran en la línea ascendente, conforme a un orden de prelación escalonado. En otras palabras, todos los acreedores ascendentes merecen la consideración de acreedores beneficiarios, aunque en diferentes grados. Por su parte, la *segunda opción* implica que el acreedor subordinado sólo ha aceptado que los beneficios del negocio se radiquen en un crédito previamente determinado, sin extenderse a quienes tengan o pasen a ocupar un lugar en la cadena ⁹¹⁰.

En suma, la determinación de la fórmula a aplicar depende de la intención del acreedor subordinado, materia que, a menos que se haya expresado en el propio negocio de subordinación, quedará entregada a las reglas generales de interpretación de los negocios jurídicos.

e. Subordinación circular:

Será este el supuesto menos frecuente, pero – dada la falta de publicidad de los negocios de subordinación – no imposible. Supone, más que una cadena, un círculo en

⁹¹⁰ LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 220.

el que el crédito "C" está subordinado al crédito "B", el crédito "B" está subordinado al crédito "A" y el crédito "A" está subordinado al crédito "C". Como señala LOPES, esta situación no se producirá conscientemente por parte de los acreedores involucrados por cuanto resulta algo ilógica, sino sólo de su inadvertencia o de una redacción poco precisa de los negocios de subordinación⁹¹¹.

Sin embargo, igualmente debe buscarse una solución que propenda al beneficio de quien, en cada caso, se ha querido resulte favorecido por el hecho de la subordinación. En Estados Unidos, la respuesta que ha tenido mayor acogida es la propuesta por GILMORE, en tanto supone el reconocimiento de una distribución coherente con lo que cada parte ha contratado. En el ejemplo, y una vez determinada la *pro rata* que a cada uno de los créditos le correspondería de no haber existido subordinación, los pasos a seguir serían los siguientes: (i) dejar a un lado el dividendo que le corresponde al crédito "A"; (ii) entregar al titular del crédito "C" todo cuanto hubiese correspondido al crédito "A", hasta su extinción, de modo que – de quedar un remanente – éste corresponderá al titular del crédito "A"; (iii) entregar al titular del crédito "B" lo que quedare de la liquidación (esto es, descontada la parte que correspondía al titular del crédito "A"); y (iv) de quedar un remanente, deberá entregarse al titular del crédito "C" y luego al titular del crédito "A"⁹¹².

Lo anterior, suponiendo nuevamente una masa activa de 500, se grafica del siguiente modo:

	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO (sin considerar la subordinación)	VALOR RELATIVO (considerando la subordinación)
Crédito A	300	150	0
Crédito B	400	200	200
Crédito C	300	150	300
TOTAL	1000	500	500

Así, agrega GILMORE, el acreedor "C" es el primero de los acreedores en ser pagado, pero sólo respecto al crédito que – en caso contrario – hubiese correspondido al acreedor "A". Por su parte, el acreedor "B" resultará pagado de los fondos que resulten una vez descontada la parte del crédito "A", al cual se encuentra subordinado⁹¹³.

⁹¹¹ LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 219.

⁹¹² GILMORE, 1999, p. 1.021.

⁹¹³ GILMORE, 1999, p. 1.021.

3.2.3. Cláusulas protectoras para el acreedor beneficiario

La ausencia de un régimen jurídico que conceda al acreedor beneficiario un mayor resguardo de su posición frente al acreedor subordinado hace que las partes frecuentemente pacten ciertas cláusulas protectoras. Como señala FERRÉ, "... a pesar del silencio de nuestro legislador concursal, el reconocimiento implícito que se hace de los pactos de subordinación particular conlleva la necesidad de que se articulen mecanismos que garanticen la protección de los acreedores beneficiarios por la subordinación"⁹¹⁴.

La configuración y extensión de estas cláusulas responderán a la capacidad negociadora de las partes, siendo mucho más estrictas mientras mayor sea la cercanía entre el acreedor subordinado y el deudor. Por ejemplo, el socio/acreedor del deudor no tendrá demasiadas excusas como para no aceptar su incorporación, sobre todo si se considera el caso en que el acreedor beneficiario estará aportando recursos indispensables para la financiación de la empresa⁹¹⁵.

En cualquier caso, la práctica comercial ha dado cuenta de dos tipos de cláusulas protectoras: (i) aquéllas destinadas a asegurar el resultado económico de los negocios de subordinación; y (ii) aquéllas destinadas a fortalecer la posición concursal del acreedor beneficiario.

La lógica del primer grupo de cláusulas de protección se basa en el mecanismo del "doble dividendo" antes explicado. Si el acreedor beneficiario pretende cobrarse sobre los fondos que, en caso contrario, hubiesen correspondido al acreedor subordinado, será necesario que el crédito subsista al tiempo de apertura del concurso y que éste sea comunicado para los fines de su cómputo. Así, y con el objetivo antes planteado, podemos dar cuenta de las siguientes cláusulas usuales en los "acuerdos de subordinación"⁹¹⁶:

- (i) Obligación del acreedor subordinado de comunicar su crédito en sede concursal⁹¹⁷. Si el crédito subordinado no fuere comunicado

⁹¹⁴ FERRÉ, 2006, p. 240.

⁹¹⁵ Toda referencia a los créditos de los que son titulares las personas especialmente relacionadas al deudor deben precisarse en el Derecho español. Conforme a los artículos 92.5 y 93 LC, estos créditos estarán sujetos a un régimen de subordinación legal y no voluntario, de lo que resulta que estarán pospuestos al resto de los acreedores ordinarios y subordinados del deudor (salvo los supuestos sancionatorios contemplados en el artículo 92.6 y 92.7 LC). De ahí que, en el sistema español, estas cláusulas protectoras no tengan sentido en caso de que la financiación provenga de personas especialmente relacionadas.

⁹¹⁶ WOOD, 1990, pp. 51 y 52.

⁹¹⁷ Insisten en este punto DOOLEY / ROCK, *Bank. Law. J.* 113. 7 (1996), p. 714, agregando - en todo caso - que la obligación no debe limitarse a la mera comunicación del crédito, sino también al ejercicio de todas aquellas acciones y defensas por las cuales se pretenda la protección de sus intereses.

oportunamente al concurso, éste no formará parte de su masa pasiva. O, en el Derecho español, podrá ser calificado como crédito generalmente subordinado en virtud de lo dispuesto en el artículo 92.1 LC. En cualquier caso, resultará que el “beneficio” de la subordinación se verá diluido entre todos los acreedores ordinarios.

Por ello, no es extraño que el acreedor subordinado confiera poder especial al acreedor beneficiario para efectuar esa comunicación directamente, a modo de impedir los efectos nocivos del incumplimiento de esta obligación⁹¹⁸.

- (ii) Obligación de no remitir el crédito. Se trata ésta de una obligación que sólo tendrá sentido en el ámbito concursal, porque, fuera de esa esfera, al acreedor beneficiario le es indistinta la permanencia o no del crédito postergado, con tal que éste no se haya extinguido por un modo que implique algún sacrificio pecuniario por parte del deudor. Al contrario, en sede concursal, la remisión del crédito significará una disminución del pasivo del deudor, cuestión que – en el cálculo del valor relativo de los créditos – nuevamente beneficiará a todos los acreedores ordinarios, y no sólo al acreedor beneficiario.
- (iii) Obligación de no subordinar su crédito a otras obligaciones del deudor. La lógica de esta obligación se fundamenta en iguales bases que las anteriores: no entorpecer el doble dividendo del acreedor beneficiario en sede concursal. Como hemos señalado, de existir más de un acreedor beneficiario bien podría entenderse que el efecto de la subordinación debe repartirse proporcionalmente entre todos ellos (*supra*, Capítulo V, 3.2.2.c).
- (iv) Obligación de no capitalizar la deuda, a modo de convertirla en participación societaria o acciones del deudor. Esto, porque evidentemente la conversión implicará que el acreedor subordinado deja de ser acreedor, y, por tanto, deja de tener participación en el reparto de la masa concursal⁹¹⁹.

Un segundo grupo de cláusulas no se refiere directamente a la protección del crédito, sino al fortalecimiento de la posición del acreedor beneficiario. Su rasgo común será el pretender que sea éste quien dirija la participación del crédito relativamente subordinado en el concurso, casi como si éste le perteneciera. El acreedor beneficiario quiere ser amo y señor de la financiación, de modo que los acreedores subordinados

⁹¹⁸ GOLIN, *N.Y.L.F.* 7 (1961), p. 373, y DOOLEY / ROCK, *Bank. Law. J.* 113.7 (1996), p. 714.

⁹¹⁹ CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), p. 399.

tengan deber de obediencia absoluta ante sus decisiones. El acreedor subordinado puede aceptar o no esta posición al tiempo de la suscripción del “acuerdo de subordinación”, y es aquí donde tiene mayor relevancia lo que hemos señalado en relación a su poder de negociación. En todo caso, la pérdida de poder relativo por parte del acreedor subordinado (y su transferencia al acreedor beneficiario), ciertamente implica un aumento de sus riesgos, cuestión que nuevamente amerita la revisión de los términos específicos de la deuda, en especial, de su cláusula de intereses.

En este grupo de pactos encontramos principalmente restricciones al derecho de solicitar la apertura del concurso, como también al derecho a voto de los acreedores subordinados. Todo ello en el marco de considerar que el crédito particularmente subordinado es, para efectos concursales, un crédito ordinario sujeto a una regla de prelación especial.

El acreedor subordinado puede haber limitado convencionalmente su posibilidad de pedir la declaración de concurso. Cabe recordar que el acreedor beneficiario mantiene su posición de acreedor ordinario, de modo que – dependiendo del caso - puede preferir la continuidad de la empresa antes que su liquidación⁹²⁰. En cualquier caso, se desea que tal decisión quede a manos del acreedor beneficiario, al menos en lo que se refiere a los créditos relativamente subordinados. De otro modo, los acreedores subordinados tendrían una fuerte herramienta de presión que puede terminar perjudicando los intereses del acreedor beneficiario.

Una segunda cláusula es aquélla referida a la transferencia del derecho a voto del acreedor subordinado al beneficiario. Como señala CALLIGAR, el monto al que asciende la deuda subordinada puede ser bastante más elevado que el del crédito beneficiario, de manera que los deseos del acreedor beneficiario sobre cómo debe desarrollarse el procedimiento concursal pueden quedar insatisfechos precisamente por el voto contrario de los acreedores subordinados⁹²¹. La lógica nos indica que – siendo ambos créditos considerados como ordinarios – el derecho a voto corresponda a su titular, aunque también cabe asumir que el principio de buena fe exige no entorpecer con la propia conducta el éxito del propósito negocial. Ni siquiera en el Derecho anglosajón – tal asiduo a soluciones prácticas - existe una norma ni una intención por parte del legislador de modificar legalmente este hecho⁹²². O incluso, como señala LOPES, no parece conforme a los principios del *Bankruptcy Code* que pueda acordarse un plan de reorganización que no permita a los acreedores subordinados oponerse a un acuerdo que no les satisfaga⁹²³. Cuestión que generalmente se resuelve

⁹²⁰ El acreedor beneficiario, dadas sus bajas expectativas de cobro en sede concursal, puede no estar interesado en solicitar la apertura del concurso o quiebra del deudor común, prefiriendo la continuación de la actividad a modo de asegurarse una mejor posibilidad de pago.

⁹²¹ CALLIGAR, *Y.L.J.* 70.3 (1961), pp. 392 y 393.

⁹²² COHN, *A.B.L.J.* 56 (1982), p. 307.

⁹²³ LOPES, *Bank. Law. J.* 97 (1980), p. 217.

sea afirmando que el derecho a voto corresponde (en equidad) al acreedor beneficiario o mediante el otorgamiento de un poder amplio a este último a efectos de “cederle” su derecho a voto⁹²⁴.

Pero hay una diferencia sustancial entre los dos tipos de solución. La pertenencia del derecho a voto al acreedor beneficiario implica que éste no tiene deber fiduciario alguno respecto al acreedor subordinado. El voto le pertenece tanto como el propio, de manera que no debe dar razones de sus decisiones. El acreedor subordinado es privado del derecho a voto, pero, a diferencia del sistema español respecto a los acreedores subordinados (artículo 122.1 LC), no perdiéndolo, sino radicándolo en el acreedor beneficiario. A nuestro juicio, en los sistemas continentales una solución de esta clase requeriría de disposición expresa por parte del ordenamiento jurídico, norma que no se dispone en el Derecho chileno y, todavía menos, en el español.

Así, sólo queda la solución contractual, mediante el otorgamiento de un poder suficiente al acreedor beneficiario. Esta relación se configurará necesariamente bajo la óptica del *procurator in rem suam*, en el sentido que la gestión realizada por el apoderado cede en su único interés y beneficio, y no en el interés del representado, aún cuando afecte de algún modo su esfera patrimonial. Este aspecto ha llevado a parte de la doctrina a afirmar que esta clase de negocios no envuelve verdadera representación, sino una especie de fiducia que se rige por las reglas propias de esta suerte de negocios⁹²⁵. A pesar de que la referencia está dada a la revocabilidad del poder, creemos que esta explicación también sirve para concluir que el apoderado tampoco tiene un deber fiduciario a favor del representado, de modo que no tiene por qué dar explicación de sus actuaciones ni velar por la mejor posición del representado si es que ésta llegase a entrar en conflicto con sus propios intereses. De este modo, el acreedor beneficiario podrá ejercer el voto del acreedor subordinado como si fuere el propio.

Ahora bien, el ejercicio del derecho a voto debe ser matizado en relación a la posibilidad de su pérdida según los términos el artículo 122.1 LC. Conforme a dicho artículo, carecerán de derecho de voto en la junta de acreedores, entre otros, “*los que hubieran adquirido su crédito por acto entre vivos después de la declaración del concurso, salvo que la adquisición hubiere tenido lugar por un título universal o como consecuencia de una realización forzosa*”. Aún cuando hemos señalado que los términos de los negocios de subordinación particular no involucran una cesión del crédito, sino sólo de su valor relativo, esta cuestión debe ser examinada con mayor atención para evitar resultados en fraude a la ley.

Cabe tener presente que la privación de derecho a voto tiene por finalidad impedir la creación de un mercado de créditos que tenga por objeto la imposición de

⁹²⁴ DOOLEY / ROCK, *Bank. Law. J.* 113. 7 (1996), p. 715.

⁹²⁵ Luis Díez-PICAZO (1979): *La Representación en el Derecho Privado*, Civitas, Madrid, p. 52.

un acuerdo extraordinariamente favorable a ciertos acreedores (los cesionarios), en desmedro del resto de los acreedores, especialmente cuando tales cesionarios – como testaferreros - sean cercanos al deudor o sus administradores⁹²⁶. Agrega QUIJANO que “la ley proyecta una especial “desconfianza” sobre las adquisiciones de créditos una vez declarado el concurso, porque resulta extraño que alguien desee adquirir voluntariamente un crédito sobre el que hay serias dudas respecto a su cobro íntegro y puntual, una vez que el deudor ha confesado su insolvencia o ésta le ha sido constatada. Parece como si a esta adquisición se le supusieran algún tipo de móviles extraños o intenciones torcidas y, otra vez como reacción preventiva, se privará de voto a tales créditos para evitar que puedan interferir, influir, condicionar, etc., las decisiones sobre las propuestas de convenio”⁹²⁷.

Ahora bien, pese a que las sanciones deben entenderse en sentido restringido, bien podría sostenerse que una estructura alternativa se fundamenta en la intención de los acreedores de vulnerar la regla del artículo 122.1 LC, especialmente si los resultados conseguidos son homologables a los de una cesión del crédito. Así, cuando ROJO propone la creación de técnicas eficaces para facilitar la circulación de créditos concursales, expresa que es desaconsejable emplear recursos más o menos alambicados, importados de la experiencia anglosajona, como los *participation agreements*, en los que “el titular del crédito concursal vende al banco o al fondo de inversión («el participante») el «interés» (o «participación») que tiene en ese crédito, sin transmitir la titularidad del mismo. Se trata de un acuerdo bilateral y oneroso entre el acreedor y el «participante» por cuya virtud el primero se obliga a entregar al segundo las cantidades que perciba en el concurso de acreedores, tanto en concepto de nominal del crédito como en concepto de intereses, recibiendo en «contraprestación» una determinada cantidad, bien en el momento de la estipulación del contrato, bien en los plazos que se establezcan. Como pacto complementario en estos contratos, el acreedor se obliga a votar y, en general, a actuar de conformidad con las instrucciones del «participante»”⁹²⁸.

Esta figura del *participation agreement* – a primera vista, bastante similar a la de un negocio de subordinación particular – presenta como principal característica el que el acreedor no sólo ha cedido parte del valor relativo de su crédito, sino también una “participación” en su valor absoluto. De ahí que, incluso fuera de la esfera concursal, cualquier pago que el acreedor haya recibido de parte del deudor, deberá ser transferido al “partícipe” conforme a los términos del contrato. Pero aún a pesar de esta diferencia, los negocios de subordinación particular pueden albergar un fraude al artículo 122.1 LC cuando hayan sido celebrados con posterioridad a la declaración de concurso, añadiendo ciertos poderes para que el acreedor subordinado vote conforme a las instrucciones del acreedor beneficiario. Para conjurar un supuesto que vulnere el

⁹²⁶ GOZALO, 2004, p. 2.100; y TORRUBIA, 2004, p. 889.

⁹²⁷ QUIJANO, 2004, p. 1.163.

⁹²⁸ Ángel ROJO FERNÁNDEZ-RÍO (2007c): “La pérdida del derecho a voto en caso de adquisición de crédito concursal”, *ADC*, No. 12, p. 22.

espíritu de la sanción prevista en el artículo 122.1 LC, el negocio celebrado probablemente también incluirá la obtención de una contraprestación (incluso un “precio”) que satisfaga al acreedor subordinado de modo similar que si hubiese cedido su crédito al acreedor beneficiario, aunque sea a “precio de saldo” en razón de la insolvencia del deudor común.

Constatada que sea la intención fraudulenta, el acreedor subordinado – aún particularmente – debería perder su derecho a voto en la junta de acreedores, sin que pueda dar cumplimiento al mandato o instrucciones adjuntas al negocio de subordinación. Pero esta sanción no acarreará la ineficacia de tal negocio, de manera que deberán respetarse igualmente los términos relativos a la distribución del valor relativo del crédito subordinado.

Finalmente, tanto en la legislación chilena como en la española se guarda absoluto silencio sobre el régimen de los créditos particularmente subordinados en la órbita del convenio. Al respecto, bien podría argumentarse que sus efectos serán desconocidos en esta fase del concurso, especialmente si se toma en cuenta que el artículo 178 del Libro IV del Código de Comercio no admite discriminaciones en el trato de los acreedores ordinarios a menos que se cuente con el consentimiento unánime de todos ellos, y el artículo 100.3 LC no permite alterar la clasificación de los créditos. FERRÉ propone solucionar este problema admitiendo la validez de las cláusulas protectoras que aseguren “que el pago de la cuota correspondiente al acreedor ordinario no será realizado hasta la satisfacción del crédito de uno o varios de los acreedores que, en virtud de un pacto de subordinación particular, tengan la condición de superiores a aquél”⁹²⁹. A nuestro juicio, esta suerte de cláusula es admisible en tanto debe entenderse más que como un reconocimiento de la subordinación particular en el convenio, como la aceptación de los negocios de postergación en este ámbito. Ello en cuanto ya hemos argumentado que la lógica de los negocios de subordinación sólo se presentan propiamente en el ámbito de la liquidación concursal (*supra*, Capítulo I, 2.1).

4. Efectos del pago efectuado en infracción del negocio de subordinación

Nos preguntamos acerca de las consecuencias de la frustración del negocio de subordinación. En el caso de la posposición general, el pago efectuado al acreedor subordinado con prioridad o al mismo tiempo que a los acreedores ordinarios, frustra el propósito de que el crédito se comporte como lo hace el capital propio del deudor, siendo equivalente – al menos desde este punto de vista – a la restitución del capital previo a la satisfacción de todas sus obligaciones. Por su parte, en el caso de la subordinación particular, la finalidad de la subordinación particular se verá frustrada cada vez que el órgano encargado de la liquidación del patrimonio del deudor desobedezca la “instrucción” que esta clase de negocios supone. Ello ocurrirá en

⁹²⁹ FERRÉ, 2006, p. 240.

cualquiera de los siguientes casos: (i) si el acreedor subordinado no sólo es tratado como titular de un crédito ordinario - que lo es, no obstante la subordinación-, sino que además se le reconoce una participación proporcional en el reparto; o (ii) si el acreedor subordinado es tratado como titular de un crédito generalmente subordinado. En ambos casos, el acreedor beneficiario no recibe lo que quiere: el “doble dividendo”.

Por ello, el punto central en esta materia no se centra en el comportamiento del deudor, ya que éste – ajeno al reparto del activo en sede concursal – difícilmente puede provocar tal frustración. Dado que la subordinación resulta en la alteración de una regla de prelación de créditos, y estando éstas dirigidas a los órganos encargados de su cumplimiento, la valoración debe efectuarse desde el comportamiento de tal órgano y en el ámbito de la insuficiencia patrimonial.

Esta materia reviste particular importancia en el Derecho chileno, en el que el artículo 2.489 CCCh regula especialmente esta materia, aunque – como veremos – con groseras falencias. La idea de revocación del pago al crédito subordinado es lógica, pero siempre y cuando se trate propiamente de una revocación y no de una restitución al acreedor instante de la acción. Por su parte, la idea de la responsabilidad debe enfocarse en quien debe dar cumplimiento a las reglas de prelación, y no en el deudor. En ambas esferas yerra el legislador chileno.

4.1. Sobre la posibilidad de revocación del pago al acreedor subordinado en infracción al negocio de subordinación

Dado su tratamiento indirecto, nada indica el ordenamiento jurídico español respecto a las consecuencias del pago efectuado en infracción a las reglas de la subordinación. En atención a ello, y teniendo en mente que el legislador español está pensando en un caso de subordinación general e incompleta, la respuesta debe buscarse en las reglas generales de la LC. Es evidente que la infracción de las normas de prelación no puede quedar impune ante el ordenamiento jurídico, el que deberá buscar herramientas adecuadas para restablecer el correcto imperio de sus normas, especialmente en una cuestión tan sensible como el adecuado reparto del patrimonio del deudor entre sus acreedores.

Debe recordarse que el Derecho concursal español provee de toda una reglamentación en relación a este tema, por medio de la preparación e impugnación de la lista de acreedores presentada por la administración concursal de conformidad al artículo 94 LC. En este sentido, cobra especial relevancia el hecho de que su apartado segundo detalle que la relación de los créditos incluidos debe contener, entre otros, indicación de su calificación jurídica. Se trata, en suma, de una labor “minuciosa” que supone que “Los administradores reconocerán los créditos, cualitativa y cuantitativamente, indicarán sus privilegios o no, sus causas de subordinación, etc., reducirán a ordinarios, pretensiones crediticias que se tenían por preferentes y degradarán cuando tenga que degradar o subordinar pretensiones crediticias que buscaban su inmunidad en el procedimiento. Atribuirán causas de prelación a una

parte del crédito y no a la restante o establecerán una causa de preferencia diversas a la inicialmente solicitada o pretendida por el acreedor. Excluirán e incluirán por menor valor del supuestamente pretendido por sus titulares”⁹³⁰.

Se trata, en consecuencia, de un texto de cabal importancia para los fines del concurso. No sólo reseñará quienes pueden formar parte del mismo, sino que confiere toda la información relevante para establecer el grado de participación de los créditos y sus derechos en cualquiera de sus fases. Esta relevancia supone, por supuesto, un régimen de publicidad (artículo 95 LC) y la posibilidad de revisión vía impugnación (artículo 96.3 LC). Ahora bien, el punto que nos interesa reforzar es que los pagos a efectuarse por parte de la administración concursal de acuerdo al artículo 158 LC deben necesariamente corresponder a la calificación jurídica contenida en el listado de acreedores, documento que ha sido puesto en conocimiento de los acreedores y sujeto a la oportunidad de revisión por medio del incidente concursal regulado en el artículo 96.4 LC.

Respecto a la posibilidad de impugnar la clasificación de un determinado crédito, ésta se concederá a cualquiera de los acreedores incluidos en la lista o de los acreedores excluidos que soliciten conjuntamente su inclusión⁹³¹. En el caso que revisamos, cualquiera de los acreedores ordinarios bien puede impugnar una errónea calificación del crédito generalmente subordinado a efectos de que el crédito sea efectivamente sujeto al régimen jurídico que le corresponde. Y es ésta su única oportunidad, porque el artículo 97 dispone que la falta de impugnación impide a los interesados solicitar nuevas modificaciones del listado, que, en consecuencia, se transforma en definitivo.

En el extrañísimo caso en el que pese a ser calificado como crédito subordinado, la administración concursal hubiese efectuado un pago contrario a las reglas de prelación, no puede dudarse de la legitimación de los acreedores beneficiarios para solicitar que tal pago sea oportunamente revocado. No puede ser de otro modo si se considera que la subordinación es ciertamente oponible a la administración concursal, y que la exclusión voluntaria de la regla de proporcionalidad le ha quitado mérito al acreedor subordinado para la recepción de un pago proporcional.

Alguna precisión debemos efectuar respecto a los supuestos de subordinación particular. Si aceptamos que los negocios de subordinación particular son vinculantes para la administración concursal, entonces no debe suponerse un régimen diferente al

⁹³⁰ VEIGA, 2009, p. 240.

⁹³¹ Encarna CORDERO LOBATO (2004b): “Artículo 96”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, p. 1.118, quien agrega el importante dato de que el deudor sólo ostenta legitimación para impugnar la cuantía del crédito incluido en la lista, pero no su clasificación, pues carece de interés en cómo sean satisfechas sus deudas en caso de liquidación así como en los derechos que asistan al acreedor clasificado.

ya referido. En cambio, si se considera que esta clase de negocios sólo se resuelve en la obligación del acreedor subordinado de entregar los fondos recibidos al acreedor beneficiario, entonces el pago efectuado al acreedor subordinado no generará un derecho de indemnización al acreedor beneficiario ni éste gozará de la posibilidad de revocar dicho pago. Este pago sólo será la condición que desencadene la obligación del acreedor subordinado de efectuar el reembolso correspondiente, obligación que se sujetará al régimen normal de cualquier obligación de dar. Dado que no nos conformamos con una explicación contractual de ningún tipo de negocio de subordinación, creemos que la solución debe seguirse conforme al primero de los criterios enunciados, considerando que, tratándose de una regla de prelación, es vinculante para la administración concursal.

En cualquier caso, la reclamación pertinente deberá ser presentada ante el tribunal que conoce del concurso, de modo que, de comprobarse que ha mediado una subordinación, resuelva dejar sin efectos el pago a fin de que los fondos sean correctamente distribuidos. Conforme a esta idea, el artículo 2.489 CCCh dispone que “*el incumplimiento de la subordinación dará lugar a (...) acción de reembolso contra el acreedor subordinado*”.

En el caso de la subordinación general, más que reembolso, cabe hablar de revocación: la restitución de los fondos no debe dirigirse al acreedor beneficiario instante del reembolso, sino a la masa, a efectos de que la administración concursal recalculé la distribución pertinente. En los supuestos de subordinación particular sí parece prudente que el monto indebidamente recibido por el acreedor subordinado sea recolocado en cabeza del acreedor beneficiario dado que, considerando el carácter relativo de los negocios de subordinación particular, no es necesario su reingreso en la masa a efectos del recálculo de los valores relativos de todos los créditos ordinarios y subordinados. El único matiz que creemos prudente hacer al respecto es que, de configurarse cualquiera de los supuestos complejos a los que hemos hecho referencia *supra*, Capítulo V, 3.2.2, la recalificación del crédito como particularmente subordinado podrá afectar la determinación del valor relativo de varios créditos, y no sólo el de aquél que entabló la correspondiente acción de reembolso. En todos estos casos bien vale la pena volver a la idea de la revocación del pago y su entrega al síndico para efectuar un nuevo cálculo y reparto.

Al estudiar esta materia, FERRÉ argumenta que “siendo un contrato *inter alios* parece que, en un principio, los acreedores beneficiarios de la subordinación no podrían llevar a cabo una acción civil a fin de hacer cumplir lo pactado. En el ámbito del concurso, los acreedores que debieran haber quedado beneficiarios por la subordinación, podrán impugnar la clasificación asignada al acreedor antes subordinado en la lista de acreedores (art. 96.3 LC). La dificultad estriba en encontrar argumentos con fundamento suficiente para asegurar la prosperabilidad de la acción”⁹³². A nuestro parecer, el problema del planteamiento de FERRÉ se debe a estar

⁹³² FERRÉ, 2006, p. 245.

imbuido en la idea de la subordinación voluntaria como contrato, que en el caso de la subordinación general - especialmente, la financiación subordinada - se estructuraría como un acuerdo entre el deudor y los acreedores subordinados. Conforme a esta idea, el acreedor beneficiario es un tercero ajeno a la relación contractual, y difícilmente tendrá argumentos para exigir su cumplimiento. Al contrario, si seguimos la trama de la subordinación como exclusión de la regla de proporcionalidad, será más simple entender que los acreedores beneficiarios de la subordinación están siempre legitimados para obstar el pago proporcional de los acreedores pospuestos, sea que la subordinación haya resultado de un negocio unilateral o bilateral, pues siempre ostentarán un interés legítimo en tanto beneficiarios de la regla de subordinación.

4.2. *Sobre la posibilidad de solicitar una indemnización de perjuicios*

Una acción de indemnización de los eventuales perjuicios que implica un pago infractor del negocio de subordinación debe dirigirse a quien esté obligado a efectuar la distribución conforme a las reglas de prelación. En el Derecho español, tal infracción supone que la administración concursal ha incumplido su cometido. Así, entran en juego las reglas de responsabilidad, que, conforme al artículo 36 LC le exigen responder de los perjuicios causados por los actos y omisiones contrarios a la ley o realizados sin la debida diligencia, incluyendo entre ellos, aquellos pagos efectuados sin dar cumplimiento a la prelación que implica la subordinación voluntaria, siempre que ella haya sido puesta en su conocimiento conforme a las reglas de la comunicación de créditos y así haya quedado reflejado en el texto definitivo del listado de acreedores.

El ordenamiento jurídico chileno sí ofrece, nuevamente, una solución expresa en el artículo 2.489 CCCh disponiendo que “*el incumplimiento de la subordinación dará lugar a indemnización de perjuicios en contra del deudor*”. Solución que, conforme comentáramos *supra*, Capítulo I, 2.1, nos parece incorrecta por cuanto supone una validez extraconcursal de la subordinación, incardinando la responsabilidad en el deudor⁹³³. Una vez declarada la quiebra se producirá el desasimiento de los bienes y éste sufrirá la pérdida de la administración de su activo, siendo el síndico de quiebras quien esté encargado de efectuar todos los pagos a sus acreedores. De esta manera, la infracción de la subordinación no podrá ser nunca consecuencia de la actuación del deudor, sino sólo de la conducta del síndico.

Además, como señala WINTER, la extensión de dicha indemnización es un tanto teórica en cuanto “los únicos perjuicios que razonablemente podrían sufrir los acreedores por haber pagado el deudor a los acreedores subordinados antes que a aquéllos, sería la no recuperación total o parcial de sus créditos en caso de insolvencia

⁹³³ Por los mismos motivos, nos parecen discutibles los argumentos empleados por VANONI, 2000, pp. 110 - 119, quien pretende reconducir las consecuencias de la infracción de la subordinación a la órbita de la responsabilidad contractual o extracontractual.

del deudor”⁹³⁴. De ahí que la indemnización sólo proceda en caso que, por alguna circunstancia, el pago efectuado al acreedor subordinado no pudiese ser oportunamente revocado.

5. Oponibilidad de la subordinación al cesionario del crédito subordinado

Se trata ésta de una cuestión bastante delicada en relación a los créditos subordinados. La primera pregunta a resolver será si los efectos de los negocios de subordinación se traspasan de alguna manera al cesionario, entendiendo en tal caso que la degradación se ha incardinado en el crédito del mismo modo que las preferencias. Si es ésta la solución, una segunda interrogante se refiere a si el cesionario dispone de alguna medida de protección, especialmente aquél que adquirió el crédito en desconocimiento de su carácter subordinado.

Respecto a la primera pregunta, la legislación chilena es muy directa: el último párrafo del artículo 2.489 CCCh dispone expresamente que “*La subordinación obligará a los cesionarios o herederos del acreedor subordinado...*” Así, se ha seguido el mismo criterio concedido a las preferencias (artículos 1.960 y 2.470 CCCh)⁹³⁵, que incorpora tal calidad en el crédito, de manera que su cesión necesariamente implica su traspaso en carácter de crédito preferente. Solución que se aviene bien con la idea que la preferencia constituye una cualidad, un modo de ser del crédito, pero que también se ajusta a sus consecuencias favorables para el cesionario. En otras palabras, el cesionario a lo más podrá sorprenderse de su buena fortuna si no tenía conocimiento que el crédito adquirido contaba con un “mejor derecho” de pago.

En el caso del crédito subordinado, la lógica no es exactamente igual, pero el legislador debe conciliar dos intereses contrapuestos: *primero*, el de los acreedores beneficiarios, en tanto instarán porque la cesión del crédito no haga desaparecer los efectos de la subordinación; y, *luego*, el del cesionario, especialmente aquél que desconoce el carácter subordinado del crédito adquirido.

Resolver la cuestión a favor del primero de tales intereses parece apropiado por las siguientes razones: (i) si la cesión destruyere la subordinación del crédito, se trataría de una estructura demasiado vulnerable y, por tanto, de escasa utilidad práctica; (ii) el cesionario que conoce de la existencia de la subordinación no requiere de una protección especial; y (iii) el cesionario que desconoce la existencia de la subordinación puede ser protegido por otros medios más razonables. A estos mecanismos se refiere la

⁹³⁴ Rodrigo WINTER IGUALT (2007): “Subordinación de créditos”, *La Semana Jurídica*, semana del 2 al 8 de julio de 2007, Santiago de Chile (recurso electrónico).

⁹³⁵ El artículo 1.906 CCCh dispone que “*La cesión de un crédito comprende sus fianzas, privilegios e hipotecas...*”, mientras el artículo 2.470 CCCh agrega que “*Estas causas de preferencia son inherentes a los créditos para cuya seguridad se han establecido, y pasan con ellos a todas las personas que los adquieran por cesión, subrogación o de otra manera.*”

segunda de las preguntas antes efectuadas, y es la que pretendemos resolver luego de la referencia al Derecho español.

El ordenamiento jurídico español nada dice a este respecto. Sin perjuicio de ello, entendemos que debe llegarse a iguales conclusiones que en el Derecho chileno, mediante el empleo de iguales expedientes: *En primer lugar*, la indivisibilidad de la calidad del crédito y el crédito en sí se manifiesta expresamente en el artículo 1.528 CC, aún cuando referido especialmente a la fianza, hipoteca, prenda o privilegio. No existe razón para desconocer igual carácter para la subordinación, especialmente en consideración a que mediante ella se alteran los criterios de ordenación de pago. En otras palabras, los créditos se transfieren tal como son: privilegiados, ordinarios o subordinados. *Por su parte*, llegar a una solución diferente puede implicar la muerte de los créditos subordinados, dado que la intransmisibilidad de la subordinación implicaría una forma muy fácil de dejarla sin efectos.

Pero ya hemos anticipado que esta solución requiere ser complementada con instrumentos de protección al cesionario. El primer mecanismo será, indudablemente, la publicidad exigida al hecho mismo de la subordinación⁹³⁶. En el ordenamiento jurídico chileno, podría sostenerse una mayor preocupación habida cuenta de la exigencia de escritura pública o documento privado firmado ante notario y protocolizado, como solemnidad del negocio de subordinación (artículo 2.489 CCCh). Sin embargo, estimamos que los criterios seguidos por el legislador para exigir tales requisitos externos han sido otros. En efecto, el legislador está pensando más bien en la importancia que un negocio jurídico como el antedicho tiene para el acreedor que subordina sus créditos, de manera que exige una cierta ritualidad en su otorgamiento. No desea el legislador que se trate de una situación que se base en la pura lógica consensual, dado que ello podría llevar a extensas discusiones sobre la existencia, aplicabilidad, extensión y términos de la subordinación, especialmente en aquellos casos en que el patrimonio del deudor no sea suficiente para el pago de los créditos.

El legislador escasamente se ha detenido en la protección del tercero, sobre todo si se piensa que constituiría una carga injusta para el cesionario el imponerle el deber de recorrer todas las notarías chilenas a efectos de averiguar si se ha celebrado o no un negocio de subordinación respecto al crédito adquirido. Al contrario, parece que el legislador ha ignorado que la subordinación se verifica como una limitación que califica el crédito, de manera que podría parecer razonable el establecimiento de mecanismos accesibles de información⁹³⁷.

⁹³⁶ En materia de emisión de obligaciones subordinadas por parte de las entidades de crédito, el requisito de publicidad se ha elevado incluso al nivel de una exigencia para el cómputo de los fondos obtenidos como recursos propios (*infra*, Capítulo IV, 1.2.3).

⁹³⁷ Tratándose de emisiones de bonos subordinados, sin embargo, debe efectuarse una distinción. La Ley N° 18.045, de 22 de octubre de 1981, sobre mercado de valores, exige la inscripción de esta clase de títulos en el Registro de Valores de la SVS, de manera que es fácilmente averiguable

La solución que podrá concederse al cesionario, por tanto, se derivará a las reglas generales aplicables a todo negocio jurídico. Éste, desconociendo del carácter subordinado del crédito adquirido, bien podrá solicitar la nulidad de la cesión si comprueba el cumplimiento de los requisitos del error o, incluso del dolo, como vicios del consentimiento. No obstante, se trata ésta de una solución *ex post* que implicará un largo litigio con el cedente, y que puede desincentivar la adquisición de créditos. En consecuencia, será recomendable la inclusión de una declaración contractual, en el ámbito de la cesión, que el crédito no ha sido subordinado por el cedente ni que tiene conocimiento de la existencia de una subordinación previa.

Sin embargo, una respuesta a este tema no es simple, sobre todo si se considera que dado lo incorporal de los derechos personales un sistema de registro puede ser impracticable. De igual manera como el cesionario se somete a la incertidumbre de la titularidad del crédito - considerando que el crédito mismo puede no estar escriturado o puede haberse cedido con anterioridad-, podría sostenerse que no hay razones para establecer un sistema especial de publicidad a efectos de que el cesionario tenga especial conocimiento de los términos particulares del crédito adquirido. En razón de lo anterior, puede sostenerse la eficiencia de un sistema que actúe como mecanismo represivo, como es la imposición de sanciones civiles (o incluso penales, de configurarse los requisitos de la estafa), en lugar de un sistema de publicidad que satisfaga preliminarmente los intereses del adquirente. La cuestión, se ha dicho al menos en materia de prenda de créditos, resulta de una decisión de política jurídica⁹³⁸.

6. Extinción de la subordinación

El efecto degradatorio de los negocios de subordinación puede cesar independiente o conjuntamente a la extinción del crédito. En el primer caso, el crédito subsistirá, pero variará su calificación para sujetarse a las reglas aplicables a los créditos ordinarios. En efecto, el propio negocio de subordinación puede dar cuenta de ciertos eventos o épocas que pongan fin al carácter pospuesto del crédito, principalmente en los casos en que las razones para su calificación como crédito subordinado puedan cesar, como en el caso de que la asimilación al capital de la empresa sólo pretenda suplir una carencia temporal. Sin embargo, la duda no se presenta respecto a estos supuestos, sino especialmente en relación con la posibilidad de revocación del negocio por parte del acreedor subordinado, sea o no en concierto con el deudor. Esta cuestión fue anticipada al tiempo de analizar la naturaleza jurídica del negocio de subordinación, dado que se trata de uno de los argumentos centrales para la crítica de gran parte de las teorías planteadas, sobre todo para asegurar la

el tenor subordinado de los títulos que son adquiridos. Pero esta distinción no se basa en el carácter subordinado de los títulos, sino en una exigencia general de toda emisión de bonos.

⁹³⁸ José Ramón GARCÍA VICENTE (2006): *La Prenda de Créditos*, Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 239 – 246.

estabilidad de su calificación como recursos asimilables al capital propio (*supra*, Capítulo III, 2.4.2).

El segundo supuesto se refiere a los supuestos en que tiene lugar la extinción del crédito subordinado y/o beneficiario. Debe recordarse que el negocio de subordinación funciona a modo de pivote entre ambos créditos, en términos que genera entre ellos una regla de prelación. Así, veremos, la extinción de cualquiera de los créditos involucrados necesariamente afectará a la existencia del negocio de subordinación por cuanto faltará uno de sus extremos.

6.1. Extinción de la subordinación pese a la subsistencia de los créditos beneficiarios y subordinados

6.1.1. Subordinación general sujeta a modalidad extintiva

Creemos que nada impide sujetar los efectos del negocio de subordinación a cualquier clase de modalidad extintiva, tal como una condición resolutoria o plazo extintivo. Ello supone fijar un determinado evento o momento en el cual la subordinación deja de tener vigor, cuestión que puede resultar útil en la estructuración práctica de una financiación subordinada. Así, bien puede pensarse en la emisión de una obligación que tendrá el carácter subordinado para el inicio de las operaciones de la empresa, habida cuenta del mayor riesgo comprometido, pasando luego a ser ordinaria o, incluso, garantizada. Lo anterior porque, a menos que se haya impedido el pago anticipado de las obligaciones subordinadas, siempre podrá recurrirse a una refinanciación, extinguiendo el crédito subordinado y reemplazándole por un nuevo crédito ordinario o garantizado.

La introducción de una modalidad resolutoria podría haber sido considerada inaplicable de entender que la subordinación tiene el carácter de una renuncia de derechos, por cuanto tanto la condición resolutoria como el plazo extintivo redundan en la extinción de un derecho, y no en el resurgimiento del mismo (*supra*, Capítulo III, 2.5). Sin embargo, desde la perspectiva de la exclusión voluntaria de la ley aplicable, no parecen existir obstáculos para determinar los límites temporales de tal exclusión.

La única prevención que debemos efectuar es el hecho de que tales modalidades deberán constar fehacientemente en el negocio de subordinación, de manera que los acreedores beneficiarios puedan tomar sus decisiones sobre la base de un conocimiento cabal de sus términos. Evidentemente, en los supuestos de subordinación general, la asimilación a los recursos propios de la empresa del crédito generalmente subordinado será bastante más débil si el crédito puede perder tal carácter pasado un tiempo o cumplida una cierta condición.

El ordenamiento jurídico chileno se ha manifestado indirectamente sobre esta materia, admitiendo el término anticipado de la subordinación (artículo 2.489

CCCh)⁹³⁹. Si la norma califica expresamente el término como “anticipado”, se colige que se ha permitido el establecimiento de un término para delimitar temporalmente los efectos del negocio de subordinación.

6.1.2. Sobre la posibilidad de revocación del negocio de subordinación

Se trata éste de uno de los mayores problemas a los que se ha enfrentado la doctrina al tiempo de analizar la figura, sobre todo cuando se estudia desde una perspectiva contractual, complementada, para la justificación de la subordinación general, con la figura de la estipulación a favor de tercero (*supra*, Capítulo III, 2.4). Recapitulando brevemente lo ya enunciado, el principal inconveniente para los casos de financiación subordinada (en que el crédito se pospone respecto a todos los demás acreedores actuales y futuros del deudor), es que parece imposible que pueda contarse con la totalidad de los consentimientos necesarios a objeto de asegurar su estabilidad.

El problema redunda en determinar el grado de protección que deben recibir los acreedores beneficiarios. Éstos buscarán la permanencia de la subordinación, aún cuando no hayan formado parte del instrumento en que ésta conste. Atendido el hecho de que la principal finalidad de la financiación subordinada es su asimilación a los fondos propios de la empresa, es sobre la confianza de su estabilidad que nuevos financiadores estarán dispuestos a otorgar mayor crédito al deudor⁹⁴⁰. Si esa confianza no está lo suficientemente justificada, este modelo de financiación está condenado al fracaso.

Para CALLIGAR, el Derecho norteamericano puede solucionar la cuestión desde la perspectiva de la doctrina de los actos propios (“*estoppel*”) o por meras consideraciones de equidad. Pero aún en tal caso recomienda la incorporación de una cláusula expresa que impida la modificación de la cláusula de subordinación, sobre todo en caso que la propia escritura de emisión contemple – genéricamente – procedimientos para la alteración del contenido del contrato⁹⁴¹. Solución esta que es compartida por CAMPOBASSO, quien también recomienda incorporar una cláusula de irrevocabilidad en la emisión de la deuda subordinada, aunque deje entrever que pueda sostenerse la irrevocabilidad sobre la base de las reglas generales del Derecho⁹⁴². MARTÍNEZ SANCHIZ, en cambio, ataca tal posibilidad toda vez que “la irrevocabilidad de la estipulación equivaldría a una renuncia a la facultad de revocar, ya en términos absolutos ya relativos, condicionada o sujeta a un plazo determinado. Semejante renuncia participaría de la misma naturaleza que la estipulación a la que se refiere al

⁹³⁹ El artículo 2.489 CCCh dispone que “*el establecimiento de la subordinación y su término anticipado, cuando corresponda, deberán constar por escritura pública o documento privado firmado ante notario y protocolizado.*” El subrayado es nuestro.

⁹⁴⁰ FINCH, 2002, pp. 444 y 445.

⁹⁴¹ CALLIGAR, Y.L.J. 70.3 (1961), p. 398.

⁹⁴² CAMPOBASSO, 1983, p. 373.

producirse en beneficio de tercero. Por tanto, para que ella, a su vez, deviniera en irrevocable, haría falta la aceptación del tercero en cuestión, quedando en evidencia de esta manera la inanidad de su contenido”⁹⁴³.

En caso de no haber mediado dicha cláusula, CAMPOBASSO propone resolver conforme al perjuicio que la revocabilidad implica para el tercero, o desde el expediente de la buena fe que informa el Derecho contractual⁹⁴⁴. Por su parte, VANONI propone una solución en sede de responsabilidad, en tanto que suprimir la cláusula de subordinación afectaría el principio de confianza que cualquiera (contratante o tercero) deposita en la conservación de una cierta situación jurídica o comportamiento digno de tutela⁹⁴⁵. Sin embargo, estas respuestas tampoco nos parecen suficientes en tanto sólo permitirían al acreedor beneficiario instar por una indemnización de perjuicios, pero no lograría el efecto deseado de la irrevocabilidad.

Creemos que la cuestión debe resolverse del siguiente modo: al tiempo que el acreedor acepta subordinar su crédito, excluye y modifica la regla de distribución proporcional, exclusión que es válida en tanto no perjudica - sino, incluso beneficia - la posición jurídica de los demás acreedores ordinarios. Una vez modificada la norma, la fórmula de la subordinación deviene en la única regla aplicable en caso de concurrencia. Por ello, si el acreedor subordinado deseara seguir un nuevo proceso de exclusión, debe sujetarse a iguales limitaciones que las establecidas en el artículo 6.2 CC. Evidentemente, la nueva exclusión no infringiría el interés y el orden público, pero sí perjudicaría a los terceros que, en virtud del acto causante de la subordinación, habían obtenido un “mejor derecho” para el pago de sus créditos.

Ahora bien, la posibilidad de revocación del carácter particularmente subordinado del crédito parece presentar menos objeciones que para el caso de las financiaciones subordinadas. El acreedor beneficiario – al igual que en los negocios de subordinación general – merece contar con la seguridad de su “garantía”. Pero ahora tal seguridad emana de un negocio del que ha formado parte, de modo que difícilmente podría argumentarse que el acreedor subordinado (o, menos aún, el deudor) pueda revocarla sin contar con su consentimiento.

Pero el asunto resurge para el caso en que el efecto de la subordinación particular derive de un negocio de carácter unilateral del acreedor que se subordina, supuesto que incluso ha sido considerado por el artículo 2.489 CCCh. A este respecto, la misma norma resuelve disponiendo que “... cuando la subordinación sea establecida unilateralmente por el acreedor que acepta subordinarse, será irrevocable.” Esta lógica deriva del hecho de que si el acreedor subordinado ha excluido la regla de proporcionalidad

⁹⁴³ MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* (28) 1988, p. 161.

⁹⁴⁴ CAMPOBASSO, 1983, p. 373.

⁹⁴⁵ VANONI, 2000, p. 121.

para su reemplazo por una regla de graduación, la revocación de esta última sólo sería posible si no afectare los derechos de los acreedores beneficiarios. Así, siempre es posible volver a tener en cuenta los límites a la exclusión voluntaria establecidos en el artículo 6.2 CC, que específicamente le restan valor si perjudica a terceros.

Pero la solución del Derecho chileno parece demasiado gravosa, puesto que nada impediría que el acreedor beneficiario aceptase la revocación del negocio de subordinación particular, aún si éste fue establecido unilateralmente por el acreedor que se subordina. Supuesto de difícil cabida en la subordinación general, en cuanto los beneficiarios son una masa indeterminada de sujetos, pero muy posible en los casos de posposición particular. De hecho, la aceptación libre y sin vicios del acreedor beneficiario eliminaría la posibilidad de que éste posteriormente alegase un perjuicio a su posición jurídica, de manera que no parece haber argumentos suficientes como para restar eficacia a su consentimiento.

Además, considérese que el artículo 2.489 CCCh excluye la irrevocabilidad de la subordinación cuando ésta haya sido resultado de un “contrato” (*rectius*, negocio jurídico bilateral) entre acreedor subordinado y acreedor beneficiario. Y, como hemos señalado, en acuerdos que incluyen la participación del acreedor beneficiario, es lógico que las partes puedan libremente dejar la subordinación sin efectos. Así, estimamos que la revocabilidad o irrevocabilidad del negocio de subordinación no debería situarse en su correlación con el carácter unilateral o bilateral del negocio del que trae causa la subordinación, sino con la posibilidad de contar o no con la voluntad del acreedor beneficiario. Y, en cualquier caso, nunca se debe admitir que la revocación provenga de la voluntad unilateral del acreedor subordinado.

6.2. Extinción de la subordinación conjuntamente con la extinción de los créditos beneficiarios y subordinados

Dado que el negocio de subordinación genera una regla de graduación para el caso de concurrencia de determinados créditos, resulta lógico colegir que sus efectos dependen de la existencia de estos últimos. De otro modo, la regla carecería de justificación. Así, la extinción de los créditos beneficiarios y subordinados necesariamente debe afectar su existencia.

A continuación revisaremos ambos supuestos separadamente, aunque, para completar su régimen, cabe advertir como punto central la necesidad de verificar si hay o no desplazamiento patrimonial a favor del acreedor subordinado en detrimento del acreedor beneficiario.

En caso de *extinción del crédito beneficiario*, la relación de accesoriedad del negocio de subordinación se manifiesta de modo más patente con el pago de la obligación beneficiaria, que, siendo íntegro, permitirá la satisfacción del crédito que dejará de estar subordinado. No puede ser de otra manera si se tiene en cuenta que éste es el objetivo principal de la subordinación: servir de garantía del pago prioritario del

crédito beneficiario. En los demás modos de extinción de la deuda ocurre de manera similar. Sea que el crédito beneficiario se extinga por remisión, confusión, compensación o prescripción, la subordinación deja de tener sentido en cuanto se ha cumplido con su finalidad. Una vez extinguida la deuda beneficiaria, por tanto, queda el camino abierto para la satisfacción de la obligación subordinada.

Sin embargo, tratándose de supuestos de subordinación general, esta materia requiere de cierta precisión. Articulándose como un mecanismo de asimilación a los recursos propios de la empresa, es imprescindible la posposición respecto a todos los créditos, actuales y futuros, del deudor. De este modo, la extinción de los créditos beneficiarios fuera del proceso concursal nunca implicará la terminación de los efectos del negocio de subordinación en cuanto siempre podrán surgir nuevos créditos. Sólo la extinción en sede concursal permitirá el pago del crédito subordinado.

Por su parte, *la extinción del crédito subordinado* también debería acarrear la extinción de la subordinación. No obstante, dado que ésta tiene por objeto que el crédito beneficiario sea satisfecho con prioridad al subordinado, este enunciado debe ser matizado en ciertos aspectos:

- (i) Hemos de recordar que, fuera del procedimiento concursal, la subordinación propiamente tal no restringe la posibilidad de satisfacción del crédito subordinado. Sólo se limitará tal posibilidad en caso que sean de aplicación las reglas de prelación de crédito, ya sea por medio de la interposición de la correspondiente “tercería de mejor derecho” o con el inicio de un proceso concursal. Otro tanto ocurrirá en los “acuerdos postergatorios”, pero ya hemos dicho que tal figura no envuelve propiamente un supuesto de subordinación (*supra*, Capítulo I, 2.1).

Por ésta razón no estamos de acuerdo con la prevención efectuada por aquella parte de la doctrina que excluye la posibilidad de compensación legal del crédito subordinado en atención a su falta de exigibilidad⁹⁴⁶. Al contrario, ya hemos explicado que el hecho de la subordinación no afecta a la exigibilidad del crédito subordinado⁹⁴⁷.

Alguna precisión se requiere, no obstante, en caso de que la extinción del crédito subordinado se haya efectuado con anterioridad a la época fijada para su vencimiento, sea por medio de un pago anticipado o por una compensación convencional. En tal caso, como indica FERRÉ, bien podrían ejercerse las correspondientes acciones de reintegración del

⁹⁴⁶ CAMPOBASSO, 1983, p. 376; FERRÉ, 2006, p. 247, y SEBASTIÁN, *ADCo* 15 (2008) pp. 118 - 119.

⁹⁴⁷ GÓMEZ-JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 411.

artículo 71 LC “en el supuesto de que el crédito compensado tuviera una fecha de vencimiento posterior a la declaración de concurso, en cuyo caso el acto se consideraría perjudicial para la masa pasiva sin admitir prueba en contrario (art. 71.2 LC)...”⁹⁴⁸ Pero, cabe advertir, tal posibilidad de rescisión no se basa en el carácter subordinado del crédito, sino solamente en su extinción anticipada.

En consecuencia, y salvo la precisión anterior, satisfecho que haya sido el crédito subordinado con anterioridad al concurso, necesariamente cesará la subordinación. Al contrario, abierto éste, el pago estará sujeto a la previa extinción de todos los créditos beneficiarios.

- (ii) Por su parte, de no haber mediado un desplazamiento patrimonial a favor del acreedor subordinado, la respuesta es más simple aún. La extinción del crédito subordinado, sea por la remisión, confusión o prescripción indudablemente implicará la terminación de los efectos de la subordinación⁹⁴⁹. En el caso de la subordinación general, en ello no puede haber duda, por cuanto en nada perjudica a los acreedores beneficiarios cualquiera de tales supuestos. En los supuestos de subordinación particular, estos eventos también acarrearán la extinción de los efectos del negocio de subordinación, pero deberá considerarse la presencia de las cláusulas protectoras del acreedor beneficiario, que normalmente impiden que el acreedor subordinado remita su crédito para no afectar la expectativa del “doble dividendo” por parte del acreedor beneficiario (*supra*, Capítulo V, 3.2.3).

6.3. *Un supuesto especial: la nulidad de la financiación subordinada*

Un aspecto relevante es el caso en que la financiación subordinada sea dejada sin efectos sobre la base de la nulidad, de modo de que ésta pueda implicar una restitución anticipada a su acreedor. Acaso cabe aclarar previamente que no existen causales especiales para tal declaración, procediendo entonces la remisión a las reglas generales, y que este tema reviste especial importancia desde la perspectiva de los terceros que – de buena fe - pueden suponer la validez de una emisión que conforma un recurso estable asimilable a los fondos propios del deudor.

Mas creemos pertinente hacer una distinción previa. Existen supuestos en los que el propio legislador ha favorecido tal asimilación, como ocurre en relación con los

⁹⁴⁸ FERRÉ, 2006, p. 247.

⁹⁴⁹ Para el caso de la prescripción, sólo cabe reiterar las críticas señaladas al párrafo final del artículo 2.489 CCCh, que dispone que el plazo para su cómputo se verá suspendido por todo el tiempo que se mantenga su vigencia (*supra*, Capítulo I, 2.1.2). Así, en el Derecho chileno no cabe pensar en la extinción de los efectos del negocio de subordinación por esta vía.

recursos propios de las entidades de crédito (Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y su regulación complementaria) y, aunque más limitadamente, en referencia a los préstamos participativos (artículo 20.1.d. del RDL 7/1996). En estos supuestos, la asimilación no responde únicamente a una valoración financiera del tercero que entrega nuevos recursos al emisor sobre la base del respaldo que implica la deuda subordinada, sino que se trata precisamente éste de uno de los objetivos pretendidos por el sistema legal que ofrece estos instrumentos como híbridos financieros.

En estos casos creemos que bien puede efectuarse una analogía con los efectos que produce la nulidad de un aumento de capital, o, incluso, de la propia sociedad respecto a los terceros⁹⁵⁰. Cabe rescatar el principio de la apariencia jurídica, en cuanto las reglas generales deben “ceder ante la confianza – por parte de terceros – en la aparente legitimidad del acto realizado”⁹⁵¹. Principio que fundamenta, por ejemplo, que el artículo 35.2 de la LSA disponga que “*la nulidad no afectará a la validez de las obligaciones o de los créditos de la sociedad frente a terceros ni a la de los contraídos por éstos frente a la sociedad, sometiéndose unas y otros al régimen propio de la liquidación.*”

La justificación de esta orientación, nos dice SÁNCHEZ CALERO, “está basada en la tutela de los acreedores de la sociedad, según nos dice la mayoría de la doctrina. Algún autor señala que en el caso de la nulidad del contrato social, que se declara después de iniciada la actividad de la sociedad, se produce un conflicto entre los acreedores de la sociedad, que aspiran a la satisfacción de sus propios créditos y los socios que desean el reembolso de las aportaciones que han efectuado y la liberación de los dividendos pasivos pendientes, y se dice que este conflicto se resuelve a favor de los acreedores sociales”⁹⁵². Así, la nulidad no operará *ex tunc*, de modo que no se producirá como efecto inmediato de su declaración la restitución de las aportaciones

⁹⁵⁰ Sobre la ineficacia de los acuerdos de aumento de capital, María José CASTELLANOS RAMÍREZ (2004): *La Suscripción Incompleta del Aumento del Capital Social de la Sociedad Anónima*, Thomson Civitas, Madrid, p. 50, señala que “... si el acuerdo de aumento viciado estaba en proceso de ejecución o ya se había ejecutado, la declaración de ineficacia consecuencia de la impugnación del acuerdo proyectará también sus “efectos” sobre dicha ejecución, si bien, en este caso, de manera indirecta o refleja, siendo ineficaces los actos de suscripción, desembolso y adjudicación de las acciones que hubieren sido realizados e impidiendo la consecución del resultado jurídico pretendido, esto es, la elevación de la cifra de capital social que figura en los Estatutos.” Pero lo verdaderamente interesante es que, a juicio de CASTELLANOS, la declaración de nulidad de los acuerdos societarios de aumento de capital deben tener una eficacia *ex nunc*, haciendo excepción al régimen general de la nulidad, de igual modo que ocurre con la declaración de nulidad de la sociedad (CASTELLANOS, 2004, p. 50, nota al pie 22).

⁹⁵¹ José Antonio GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ (1995): “La sociedad nula”, *RDM*, No. 218, p. 1.357.

⁹⁵² Fernando SÁNCHEZ CALERO (1991): “La sociedad nula”, en AA.VV., *Derecho de las Sociedades Anónimas* (coord. Alberto Alonso Ureba, Justino Duque Domínguez, Gaudencio Esteban Velasco, Rafael García Villaverde y Fernando Sánchez Calero), Civitas, Madrid, p. 1.015.

efectuadas, sino sólo en cuanto se liquiden previamente las deudas de la sociedad⁹⁵³. E incluso, para favorecer tal liquidación, el artículo 35.3 de la LSA agrega que “*cuando el pago a tercero de las obligaciones contraídas por la sociedad declarada nula así lo exija, los socios están obligados a desembolsar sus dividendos pasivos.*”

Pero bien se podrá observar que – aún a pesar de la asimilación normativa – los titulares de la financiación subordinada siguen siendo tan acreedores como quienes han depositado su confianza en la estabilidad de la emisión. Sin embargo, no decimos que el acreedor subordinado deba esperar la liquidación de todas las obligaciones sociales, cual accionista, sino que la restitución de los recursos obtenidos en virtud de las financiaciones subordinadas declaradas nulas se encontrarán igualmente subordinadas al pago de los demás acreedores ordinarios, manteniendo su posición en la escala de prelación. La idea que subyace en la normativa societaria citada es que, pese a la nulidad, los accionistas seguirán siendo tratados como tales – al menos en lo que se refiere a la restitución de las aportaciones – debiendo esperar el resultado de la liquidación de las deudas sociales. Aquí proponemos igual técnica, de tal suerte de reconocer la conservación de la posición subordinada del titular de tal financiación. Por ello, aún a pesar de la nulidad, creemos que esta solución bien concilia la seguridad del tráfico, y en nada perjudica la posición de los titulares de las obligaciones subordinadas por cuanto éstos siempre han estimado contar con un crédito degradado en su prelación.

Un segundo caso se presenta cuando – no mediando norma legal – sólo existe una asimilación económica de la deuda generalmente subordinada a los recursos propios del deudor. En este caso, sólo ha sido el ingenio de la arquitectura financiera la que ha ofrecido un instrumento que se comporta (en cierto sentido) como capital. Si bien podemos argumentar de modo similar a los casos anteriores, creemos prudente hacer la distinción en tanto la infracción se referirá ahora a la confianza depositada por el tercero en la validez de la emisión sin tener norma legal que le respalde. Pero he aquí un elemento adicional: la finalidad de la subordinación general es precisamente lograr la señalada asimilación, fortaleciendo los recursos propios del deudor, no existiendo otra justificación económica que le lleve a soportar el mayor costo de la financiación subordinada. Así, puede resultar fácil argumentar que la confianza depositada por el tercero no es un delirio, una ilusión sin fundamento, sino que se basa en la conducta desplegada por el deudor y en la propia estructura del instrumento. La solución no puede ser diferente al supuesto anterior, de modo que, fundado en la seguridad del

⁹⁵³ José Luis FERNÁNDEZ RUIZ (1991): *La Nulidad de la Sociedad Anónima en el Derecho Comunitario y en el Derecho Español*, Civitas, Madrid, p. 112; y José Miguel EMBID IRUJO (2009): “La nulidad de la sociedad”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. Ignacio Arroyo, José Miguel Embid y Carlos Górriz), Tecnos, Madrid, pp. 407 y 408.

tráfico y la buena fe, creemos que la posición del acreedor subordinado debe mantenerse aún a pesar de la declaración de nulidad⁹⁵⁴.

7. Documentación del crédito subordinado

Hemos indicado que, salvo disposición legal en contrario, y para los efectos señalados en la propia norma, en materia de financiaci3nes subordinadas rige el principio de neutralidad, en el sentido que la forma de obtenci3n de recursos puede estar organizada bajo cualquiera de los mecanismos de endeudamiento. Lo anterior porque el ropaje es indistinto a los fines propuestos para la contrataci3n de deuda subordinada, esto es, a su asimilaci3n a los recursos propios de la empresa, la obtenci3n de fondos sin afectar sustancialmente las atribuciones de gesti3n de sus titulares, la evitaci3n de la diluci3n del capital societario o la nacionalizaci3n de las empresas p3blicas, etc.

En consecuencia, y por regla general, no creemos que deban existir limitaciones en este sentido, raz3n por la que promovemos la reforma a la legislaci3n chilena en el 3mbito de las financiaci3nes subordinadas emitidas por los bancos (artículo 55 de la Ley General de Bancos). Así se conseguiría que éstos puedan estructurar la obtenci3n de recursos de una variedad de opciones, dependiendo de las condiciones actuales del mercado. Excepcionalmente, el único aspecto en el que la forma puede tener importancia, es, a nuestro juicio, el uso de la deuda subordinada como medio de disciplina de mercado para las entidades de crédito (*supra*, Capítulo IV, 1.2.3). Lo anterior puesto que, para los fines del control se requiere de un instrumento que tenga transacci3n en los mercados secundarios, dado que es de éstos de los que se extrae la informaci3n relevante para efectuar la correspondiente supervisi3n. En tal sentido, las normas que establezcan la obligatoriedad de la contrataci3n de deuda subordinada deberán tener en cuenta este aspecto, no dejando al arbitrio de la entidad bancaria el instrumento específcico mediante el cual se articule la financiaci3n.

Sin perjuicio, y pese a la ausencia general de una norma legal en tal sentido, lo normal es que los deudores obtengan recursos mediante la emisi3n de obligaciones, por cuanto por esa vía “se permite una mayor diversificaci3n de la deuda y una amplia oferta de ésta entre los inversores”⁹⁵⁵. Para estos efectos, el emisor deberá dar cumplimiento a todas las obligaciones y formalidades establecidas en la legislaci3n aplicable para la emisi3n de esta clase de deuda, cuesti3n que simplemente enunciamos por cuanto la tal normativa no ofrece ninguna especialidad en raz3n de tratarse de una financiaci3n subordinada.

⁹⁵⁴ Soluci3n a la que también llega PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p. 13, para el caso que la sociedad deudora, con motivo de la declaraci3n de nulidad del préstamo subordinado, presente un patrimonio insuficiente para el pago de todos los acreedores ordinarios.

⁹⁵⁵ G3MEZ JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 396.

Mayor complejidad presenta el caso que la financiación subordinada se efectúe por medio de la emisión de efectos de comercio, en especial, de pagarés. En este sentido, la polémica doctrinal se basa en la necesidad que este tipo de instrumentos contengan promesas puras y simples de pago, cuestión que queda en entredicho tratándose de una deuda subordinada. Tal requisito está establecido, para efectos de la legislación española, en el artículo 94.2 de la Ley 19/1985, de 16 de julio, cambiaria y del cheque, y, respecto a la legislación chilena, en el artículo 102.2 de la Ley No. 18.092, de 14 de enero de 1982, sobre letras de cambio y pagarés, de casi idéntico tenor. Lo anterior es relevante por cuanto tales menciones son elementos de la esencia del pagaré, de modo que obviándose los mismos, el instrumento que documenta la deuda no será considerado pagaré para ningún efecto legal.

Sin perjuicio que esta discusión doctrinal fue presentada en España por MARTÍNEZ SANCHIZ, basado en la infracción del principio de literalidad que informa esta clase de efectos de comercio, la doctrina actual ha abogado por su rechazo⁹⁵⁶. Ello dado que la cláusula de subordinación sólo tendrá aplicación en el caso de insolvencia del deudor, esto es, normalmente, para los supuestos de apertura de concurso⁹⁵⁷. Con ello, la subordinación sólo implicará una posposición en el pago de la deuda a ser tomado en consideración por la administración concursal en la graduación para el pago, pero no implica un condicionamiento del pago a un evento que no consta en el propio pagaré. En el fondo, las restricciones a la documentación de la financiación subordinada en pagarés nacen de quienes han sostenido que su naturaleza jurídica es la de una modalidad que afecta la exigibilidad del crédito, materia que ya hemos rechazado *supra*, Capítulo III, 2.2. Por ello no es de extrañarse que sea la doctrina italiana la que mantiene la idea que la subordinación es incompatible con la emisión de instrumentos cambiarios⁹⁵⁸.

Todo lo anterior es aplicable siempre que la cláusula de subordinación suponga que estamos frente a un caso de “subordinación incompleta”, o, como hemos señalado, verdadera subordinación. De tratarse de un caso en el que se pretende que el pagaré no pueda ser pagado sino una vez satisfecha íntegramente otra obligación beneficiaria (la denominada “subordinación completa”), estamos frente a una modalidad - a nuestro juicio, un plazo indeterminado -, cuestión que sí altera el hecho de tratarse de una promesa pura y simple de pago.

⁹⁵⁶ MARTÍNEZ SANCHIZ, *AAMN* 28 (1988), p. 169.

⁹⁵⁷ Así, SEBASTIÁN, *CDC* 9 (1991), p. 165, y GÓMEZ JORDANA, *RDBB* 42 (1991), p. 404.

⁹⁵⁸ PORTALE, *BBTC* 46.1 (1996), p. 11.

CONCLUSIONES

1. *La subordinación voluntaria es el efecto de un negocio jurídico por medio del cual se dispone que el cumplimiento de una determinada obligación sea pospuesto a la extinción de otra, para los casos en que no existan recursos suficientes para la satisfacción íntegra de todas ellas.*

La delimitación conceptual de la subordinación voluntaria supone la superación de las particularidades que ofrecen los modelos comparados, a efectos de determinar su núcleo común. La formulación de un concepto debe omitir si aquélla se integra, como en el sistema español, en la categoría de los “créditos subordinados”, limitando el campo de la autonomía privada en la configuración de su régimen jurídico. O, alternativamente, si se mantiene en el campo de los créditos ordinarios, como en el sistema chileno, determinando únicamente su efecto degradatorio y dejando su oportunidad, extensión y relatividad a criterio de los particulares.

A nuestro juicio, el núcleo de esta clase de subordinación se encuentra en su configuración como una regla de graduación voluntaria que pretende resolver el conflicto de los acreedores ante la insuficiencia patrimonial del deudor común. Su inclusión en una cierta clase de créditos, como también la asignación de efectos diferentes de la degradación por parte del ordenamiento jurídico, responde a criterios que pueden distanciarse de la pretensión negocial de los particulares. Pero son aceptadas por ciertos sistemas jurídicos para aprovechar la técnica de la subordinación en beneficio de la satisfacción de un interés general, funcionando como un medio de protección a los créditos ordinarios.

Así, ante la necesidad de fortalecer la masa ordinaria, los modelos alemán y español han preferido obviar cualquier distinción entre los supuestos voluntarios y legales de subordinación, asumiendo un único régimen jurídico. De este modo, el menor mérito que se asocia a los casos de subordinación legal termina por contagiar a los negocios de posposición, sea desterrándolos del concurso (§ 174.3 *InsO*), sea privándoles del derecho a voto (artículo 122.1 LC). Este aspecto puede dar lugar a la crítica, especialmente por la falta de distinción entre los diversos supuestos que integran la categoría de los “créditos subordinados” a efectos de fijar su régimen jurídico, tomando en cuenta las muy diversas razones de la posposición.

Por su parte, cabe observar que el negocio de subordinación no busca postergar el cumplimiento del crédito, sino sólo afectar sus posibilidades de cobro en el marco de las reglas de prelación aplicables en un procedimiento concursal o en virtud del ejercicio de una tercería de mejor derecho. Esta clase de reglas – hayan o no sido alteradas en virtud de un negocio de subordinación – suponen la insuficiencia

patrimonial del deudor, como también su calificación como normas dirigidas a los órganos encargados de efectuar el reparto del activo (la administración o sindicatura concursal y los tribunales que conocen de las tercerías de mejor derecho, según corresponda).

Por ello, no nos parece aceptable confundir los negocios de “subordinación” con los de “postergación” de créditos, entendiendo que estos últimos funcionan como acuerdos para la suspensión de su exigibilidad (sujetándola a la extinción del crédito beneficiario) y no como instrumentos de degradación crediticia. Los acuerdos de postergación se articulan mediante la imposición de un término indeterminado establecido en beneficio del acreedor que se verá favorecido por la dilación. Por su intermedio se le ofrece una mayor seguridad para el pago de su crédito aún cuando no se hubiese producido un evento que dé lugar a la aplicación de las reglas de prelación.

La lógica de ambos negocios (subordinación y postergación), aunque similar, requerirá distinguir sus efectos jurídicos, tan gravemente confundidos en la legislación chilena, desde la diferencia de una regla de graduación con una modalidad suspensiva.

Así también, cabe aclarar que el negocio de subordinación voluntaria del que tratamos sólo se refiere a la creación de una regla de graduación entre créditos ordinarios, cuyo contenido queda entregado (con ciertas limitaciones) a discreción de los particulares. Puede apreciarse un cierto paralelismo con los denominados “negocios de rango hipotecario”, pero sólo en cuanto se entienda que en ambos casos la voluntad privada ha desplazado una cierta regla de coordinación y ha sujetado sus créditos a una norma de graduación diversa. A nuestro juicio, los créditos ordinarios carecen de “rango”, al menos en el sentido que dicho concepto tiene en términos hipotecarios, de lo que resulta que el acreedor subordinado sólo ha desplazado la regla de proporcionalidad, propiciando la degradación de su crédito.

2. *La admisibilidad de los negocios de subordinación supone la superación de ciertos obstáculos conceptuales, requiriendo la revisión del planteamiento tradicional de la par condicio creditorum, del principio de legalidad de las preferencias crediticias y de la regla de responsabilidad patrimonial universal.*

Los estrechos criterios que tradicionalmente se han empleado para la interpretación de las reglas de prelación de crédito y de la normativa concursal han supuesto que existe un principio de igualdad que fundamenta y guía esta área del Derecho, bajo la denominación técnica de *par condicio creditorum*. Supone la existencia de un ideal de igualdad que – basado en la garantía constitucional o en la necesaria solidaridad entre acreedores – inspira todo intento de solución al conflicto entre los créditos que cargan el patrimonio de un deudor insolvente. Así, la sola posibilidad de crear una regla de graduación de origen convencional, cual es el propósito de un negocio de subordinación, no podría ser tolerado por el Derecho en tanto minaría la

ratio legis de todo el ordenamiento concursal, incluso calificable como infracción al orden público.

Sin embargo, consideramos que este planteamiento yerra en la lectura de la normativa aplicable, olvidando que en la mayor parte de los sistemas jurídicos las reglas de reparto concursal no se basan en la paridad, sino en la prelación. Así, el denominado principio de la *par condicio creditorum* no informa ni tiene razón de informar los sistemas concursales. Los créditos, sea por sus especiales cualidades o incluso por su temporalidad, poseen un valor diferente que debe ser respetado en el ámbito del concurso. Una de las principales finalidades de este último consiste en articular las reglas sustantivas de concurrencia de acreedores, normas que se resumen o en un sistema de graduación (por medio de la técnica de las preferencias o de la subordinación) o de distribución proporcional.

Esta noción de igualdad tampoco se refleja en la regla de proporcionalidad que rige la concurrencia de los créditos ordinarios. Esta constituye una respuesta legislativa al problema de la concurrencia de créditos, en que el Derecho ha preferido no distinguir entre créditos diferentes. Y lo hace amparado en los beneficios económicos que resultan de su establecimiento: la distribución del riesgo de insolvencia en el mayor número de acreedores posibles y la reducción de costes de transacción y supervisión de la conducta del deudor y de los demás acreedores.

Sin embargo, ninguno de estos fines tiene una magnitud tal que justifique la indisponibilidad de dicha regla. Cualquier acreedor podría asumir la carga que implica aceptar un mayor riesgo de insolvencia o el aumento de los costes asociados a su financiación, circunstancias que generalmente anudará a una mayor retribución o a la necesidad de otorgar una mejor garantía a ciertos acreedores. A nuestro juicio, estas motivaciones merecen igual respeto que la solución proporcional prevista por el ordenamiento jurídico.

Tampoco creemos que el principio de legalidad aplicable a las preferencias crediticias pueda servir de limitación a la validez de la subordinación voluntaria. Sólo en un sentido atécnico podría sostenerse que el acreedor ordinario goza de una preferencia ante el subordinado. Pero esta asimilación únicamente se justificaría en tanto la posposición también es el resultado de una regla de graduación. Sin embargo, la razón de ser del citado principio de legalidad supone que sólo corresponde al legislador "expropiar" a los créditos inferiores de todo o parte de su valor relativo sin el consentimiento y sin conceder una indemnización a sus titulares. Los negocios de subordinación, en cambio, se estructuran de modo inverso, de tal manera que siempre requerirán de la voluntad libre del acreedor subordinado, voluntad que estará generalmente guiada por el provecho económico que espera recibir como contraprestación de la degradación del crédito.

Finalmente, hemos de observar que la subordinación voluntaria, al igual que cualquier otra forma de graduación de créditos, modula el alcance de la regla de

responsabilidad patrimonial universal. La posibilidad de que todos los acreedores puedan dirigirse en contra del patrimonio del deudor para el cumplimiento de sus obligaciones – base de la coactividad del vínculo obligatorio – nunca supone un derecho de igual magnitud. La propia existencia de reglas de prelación de crédito implica que, ante un supuesto de insuficiencia patrimonial, el carácter universal de la responsabilidad patrimonial irá disminuyendo a medida que se desciende en la escala de créditos. Así también, los ordenamientos jurídicos incluso reconocen la posibilidad de limitar voluntariamente los alcances de la citada regla (por ejemplo, mediante la constitución de “hipotecas de responsabilidad limitada”), siempre y cuando aquella no se vacíe completamente de contenido. En otras palabras, el cumplimiento de la obligación no puede quedar al mero arbitrio del deudor, restando la capacidad de los acreedores de exigir su pago, cuestión que en ningún caso se presenta en los negocios de subordinación.

3. *Los negocios de subordinación se articulan conforme a la lógica de la exclusión voluntaria de la ley, desplazando la aplicación de la regla de distribución proporcional de los créditos ordinarios y reemplazándola por una regla degradatoria.*

La verificación del campo de actuación de la subordinación voluntaria en el marco de las reglas de prelación de créditos supone reconocer que esta clase de negocios tiene por primer objeto dejar de hacer aplicable la regla de distribución proporcional que rige el reparto de los créditos ordinarios en el seno del concurso. El acreedor subordinado – contando o no con el consentimiento del deudor o del acreedor beneficiario – acepta incrementar el riesgo de insolvencia que afecta a su crédito. Lo hace impidiendo la aplicación de la citada regla de proporcionalidad, reemplazándola por una norma de graduación que (al igual que en las técnicas de preferencias y subordinación legal) transfiere parte de su valor relativo a los créditos beneficiarios.

Esta explicación nos parece satisfactoria en tanto permite completar el régimen jurídico aplicable a los negocios de subordinación que muchas veces aparece escasamente referido por parte de los ordenamientos jurídicos. Basta pensar en lo lacónico del artículo 92.2 LC o del § 39.2 *InsO*. Pero también nos satisface en cuanto supera todas las críticas que podemos formular a las otras teorías que la doctrina ha ofrecido para dar cobijo a una figura que – hasta hace bastante poco – apenas constituía el resultado de un negocio atípico. A nuestro juicio, sus argumentos yerran sea en la oportunidad de la regla de graduación (cuando se justifica en una modalidad que afecta la exigibilidad del crédito o en un negocio de rango), sea en el contenido del negocio (cuando se trata de dar un alcance contractual a las reglas de prelación) o sea en la calificación jurídica de la regla de distribución proporcional (cuando se argumenta desde la renunciabilidad del derecho que tal regla supone para los acreedores ordinarios).

De este modo, un crédito voluntariamente pospuesto puede ser tan actualmente exigible como un crédito ordinario, dado que la “cláusula de subordinación” sólo

entrará en escena de presentarse un supuesto de insuficiencia patrimonial que amerite la aplicación de las reglas de prelación. Desplazada que ha sido la norma de proporcionalidad, el órgano encargado de efectuar la distribución del producto de la realización del activo liquidado deberá respetar la regla voluntaria de graduación, efectuando el correspondiente cálculo de los valores relativos de los créditos afectados.

Así también, la operatividad de tal regla no corresponderá al deudor, como tampoco al acreedor subordinado, que no se han obligado a prestación alguna en virtud de la celebración de un negocio de subordinación. Sólo funcionará a modo de instrucción al órgano correspondiente para llevar a cabo los cálculos antes señalados, que deberá efectuar los repartos conforme a ellos.

Sin embargo, la reconducción de la subordinación voluntaria a la figura de la exclusión normativa supone afirmar, por una parte, que la regla de distribución proporcional tiene un carácter dispositivo, y, por la otra, que los particulares están facultados para crear reglas de graduación que tengan efectos en cualquier evento en que sea necesario coordinar los derechos de los acreedores.

La disponibilidad de la regla de proporcionalidad queda en evidencia si constatamos la inexistencia de limitaciones expresas por parte de los textos legales, a la vez que fundamos su *ratio* en una decisión meramente económica. De este modo, por valiosos que sean sus resultados, no vemos en ello limitación a que los particulares puedan hacer valer pretensiones financieras diferentes e igualmente justificadas. Las reglas de coordinación resultan, a la larga, en valoraciones del riesgo de insolvencia a asumir por cada acreedor, de modo que no vemos obstáculos en que un determinado acreedor – libre e informado – acepte incrementar dicho riesgo, probablemente a cambio de una cierta contraprestación.

Pero la justificación de la disponibilidad de la norma supone, en una segunda fase, el ejercicio de la autonomía privada para la creación de una regla de coordinación diversa. El ordenamiento no puede tolerar una laguna en este aspecto por cuanto no podría resolver el conflicto de los acreedores, lo que obliga al acreedor subordinado a fijar la extensión, relatividad y oportunidad de la graduación voluntaria. Y, ello, por supuesto sujeto a los límites tradicionales a la autonomía privada a objeto de resguardar la validez general del Derecho. En este sentido, la principal limitación se referirá a la imposibilidad de consagrar “preferencias convencionales”, entendiéndose por tales reglas de graduación en la que el acreedor inferior no consiente la pérdida del valor relativo de su crédito.

Los intereses particulares que justifican la subordinación voluntaria deberían posibilitar un mayor campo a la autonomía privada en la determinación del régimen aplicable al crédito subordinado. Ello a diferencia de los supuestos de posposición legal o judicial en los que, incluso sin llegar a una calificación penalizadora, la propia técnica de la subordinación responde a intereses generales que, a grandes rasgos, buscan la protección de la masa ordinaria. No obstante, esta conclusión deberá ser

matizada en sistemas como el alemán o el español, en que los ordenamientos jurídicos han propiciado una asimilación de los efectos para toda la tipología de los “créditos subordinados”.

4. *La función económica de los negocios de subordinación general se construye desde la asimilación financiera de la deuda subordinada a los recursos propios del deudor.*

Toda forma de subordinación voluntaria tiene un impacto económico y es en virtud de éste que las partes normalmente articulan el contenido del negocio. Esta afirmación se hace evidente en los supuestos de subordinación general, en los que el crédito subordinado pasa a ocupar una posición intermedia entre la deuda y el capital de la empresa. Desde la perspectiva del análisis de riesgos, los montos obtenidos por parte del deudor vía financiación subordinada se comportarán, a los ojos de los acreedores ordinarios, como recursos propios del deudor. Afirmación que, en cualquier caso, debe ser moderada en tanto la cláusula de subordinación no puede implicar una asimilación completa de la financiación al capital social, principalmente por el hecho de su temporalidad y del devengo de intereses. En consecuencia, la semejanza sólo tendrá lugar en relación al riesgo de insolvencia que pesa sobre los créditos, funcionando a modo de “colchón” para la satisfacción de la masa ordinaria.

No obstante, el reconocimiento de sus cualidades financieras ha llevado a su calificación como instrumento híbrido, con particular importancia en la conformación de los recursos propios de las entidades de crédito. Es en este ámbito donde las financiaciones subordinadas han tenido más fértil acogida, dadas las evidentes necesidades de fortalecimiento patrimonial de esta clase de entidades para la solidez del sistema financiero. Esta finalidad requiere configurar una normativa especial que trate estas financiaciones subordinadas como negocios típicos, mediante cláusulas que aseguren su estabilidad y complementariedad, materias que son clave en la comprensión de los Acuerdos de Basilea y de las Directivas europeas aplicables. De ahí que, siguiendo estas ideas, las diversas legislaciones establezcan vigencias mínimas, prohibiciones de cláusulas de vencimiento o rescate anticipado y límites matemáticos para que las financiaciones subordinadas puedan ser computadas como recursos propios de las entidades de crédito.

Pero ello no implica que los particulares – en órbitas ajenas a las bancarias – utilicen igual instrumento para el fortalecimiento de sus recursos. Las especiales condiciones exigidas por la regulación de las entidades de crédito no podrán ser analógicamente aplicadas en tanto se sostienen en la búsqueda de la estabilidad del sistema financiero. Aún así, la emisión de deuda subordinada puede ser preferida por sobre el capital en consideración a sus beneficios tributarios (deducción del monto de los intereses pagados al impuesto a la renta del deudor) y la menor dilución del poder político de los socios o accionistas. La ausencia de un régimen jurídico especial que asegure una asimilación legal al capital no obsta a que se produzca una equiparación financiera, volviendo a la lógica del análisis del riesgo de insolvencia. De este modo,

aún cuando la emisión de deuda subordinada extrabancaria no ha sido habitual en España ni en Chile, su reconocimiento normativo general (a partir de la entrada en vigor de la LC y de la Ley No. 20.073, respectivamente) ofrece buen sustento para su futura consideración por parte de las empresas.

5. *La función económica de los negocios de subordinación particular se construye desde el otorgamiento de una garantía a los acreedores beneficiarios que, por diversos motivos, buscan mejorar su posibilidad de pago para los casos de insuficiencia patrimonial del deudor.*

Los negocios de subordinación particular se articulan desde la necesidad de otorgar una garantía a un cierto y determinado acreedor o grupo de acreedores que, por diversos motivos, se estiman financieramente meritorios de un mejor derecho al pago de sus créditos en caso de conflicto. En este caso, el mayor o menor mérito de los créditos no se resuelve en términos jurídicos, sino meramente económicos, que conceden al acreedor beneficiario argumentos suficientes como para solicitar la subordinación de otros créditos. Por medio de los negocios de subordinación particular se pretende la constitución de una garantía, asegurando que los resultados de la actividad del deudor sean destinados, en primer lugar, al pago de la deuda de los acreedores beneficiarios, al tiempo de impedir su dilución con los créditos subordinados en razón de la regla de la proporcionalidad.

Las razones del otorgamiento de tal garantía son variadas y se multiplican atendiendo la finalidad económica que se pretende satisfacer por medio del recurso a la subordinación. De este modo, la posposición particular puede ser utilizada para garantizar la posición de los acreedores externos respecto a la calificación jurídica de los créditos de las personas especialmente relacionadas, en el marco de la financiación de empresas en crisis (mediante la técnica del “dinero fresco” o “*fresh money*”), en el ámbito de adquisición de empresas (bajo la denominación de “financiación intermedia” o “*mezzanine finance*”), o como mecanismo de mejora crediticia (“*credit enhancement*”) en supuestos de titulización de activos, entre otros.

Pero obsérvese que en cualquiera de tales casos, lo que se pretende es la satisfacción de un interés particular, como es la mayor garantía, por ejemplo, del aportante del dinero fresco, de los acreedores superiores en una operación de compra apalancada de empresas (“*LBO*”) o en los titulares de las obligaciones principales emitidas en el marco de una titulización de activos. El recurso a esta técnica de subordinación voluntaria se desarticula en todos los casos en los que el ordenamiento jurídico hubiese reaccionado sobre la base del mayor o menor mérito al pago de los créditos, como ocurre en los casos en que se propicia la subordinación de las personas relacionadas al concursado, o para incentivar la refinanciación de las empresas en crisis, mediante la tutela privilegiada al *fresh money*.

A diferencia de los negocios de subordinación general, la posposición particular no ha tenido un reconocimiento jurídico tan amplio y generalizado. Al contrario, suele

construirse desde la atipicidad, de lo que resulta que los términos específicos de la regla de graduación quedan entregados a la voluntad de los particulares. A nuestro juicio, las dudas sobre su admisibilidad y reconocimiento concursal responden a la identificación del ámbito de actuación de la autonomía privada en las reglas de prelación, que, como hemos señalado, no tiene razones especiales que justifiquen cualquier orden de restricción. Los negocios de subordinación particular también resultarán en la alteración de la fórmula de cálculo de los créditos involucrados, que, aún cuando tienen una mayor complejidad que en los supuestos de posposición general, no por ello dejan de constituir legítimas “instrucciones” al órgano encargado de efectuar los repartos del activo insuficiente.

Así también, no integrándose en la categoría de los “créditos subordinados” en el contexto de los modelos alemán y español, el contenido negocial puede ajustarse de mejor modo a las pretensiones económicas de los individuos, aunque con pleno respeto al ordenamiento jurídico. A este respecto, la ausencia de intereses generales en la configuración de la subordinación particular nuevamente obstaría cualquier limitación especial a la autonomía de los particulares en la determinación de su régimen jurídico. Y, dado que la finalidad de estos últimos negocios no se traduce en la protección genérica de los acreedores ordinarios, sino únicamente en la garantía de ciertos y determinados acreedores beneficiarios, serán éstos los que – dependiendo del objeto preciso del negocio – exigirán una defensa contractual más o menos exigente de sus derechos.

6. *El régimen jurídico de los negocios de subordinación debe suponer, al menos, que el órgano encargado de la distribución de activos pagará los créditos involucrados respetando la nueva regla voluntaria de graduación.*

El primer propósito negocial de los negocios de subordinación se encuentra en la creación de una regla de coordinación de créditos que supone un deterioro de las posibilidades de pago de uno de los créditos involucrados, consciente y libremente aceptada por el acreedor subordinado. Basado en la disponibilidad de la regla de proporcionalidad, el acreedor podrá “instruir” al órgano encargado de efectuar las distribuciones del activo insuficiente de hacer caso omiso de dicha norma y llevar a cabo un cálculo diferente del valor relativo de su crédito, cuyo contenido, extensión y oportunidad quedará determinado por el propio acreedor subordinado, atendiendo a la finalidad económica que se pretenda satisfacer.

La admisibilidad de esta clase de negocios, como también la fijación de su contenido, debe estar centrada en el principio de la autonomía privada. De igual modo en que los individuos pueden provocar otra suerte de variaciones en las reglas de prelación (*v. gr.*, renunciaciones de privilegios o negocios de rango), también podrán delimitar los contornos de la nueva norma de graduación sin violar las limitaciones impuestas expresamente por el ordenamiento jurídico. De este modo, el régimen aplicable a los negocios de subordinación debería ser mayoritariamente dispositivo, a

efectos de permitir a las partes la adecuación de la figura a sus específicos propósitos negociales. Algunas excepciones a tal carácter dispositivo podrán ser contempladas por el ordenamiento, en especial en lo referente a las formalidades exigidas para la validez del negocio (como la documentación en instrumentos públicos reclamada por el artículo 2.489 CCCh), o a la forma específica y a la oportunidad procesal fijada para que esta clase de crédito sea comunicada al concurso.

Aún así, el régimen jurídico debe tener en cuenta las conclusiones a las que hemos arribado al tiempo de identificar la naturaleza jurídica de los negocios de subordinación. De este modo, todo cuanto se refiere a la operatividad de la regla debe entenderse asociado a la determinación de fórmulas de cálculo del valor relativo de los créditos, dirigidas a la administración o sindicatura concursal o a los tribunales que conocen de las tercerías de mejor derecho. Y conforme a tal idea deben apreciarse, entre otros, los efectos del pago efectuado en infracción del negocio de subordinación, la oponibilidad de la subordinación a los cesionarios del crédito, la extinción de sus efectos degradatorios y sus posibilidades de documentación, entre otros.

Respetando la regla voluntaria de graduación, los ordenamientos jurídicos también pueden contener disposiciones especiales que distingan, en lo pertinente, los efectos de los negocios de subordinación general y particular. A nuestro juicio, el énfasis deberá estar puesto en la relatividad de las consecuencias de este último, especialmente en lo concerniente a la determinación previa del titular del crédito ordinario beneficiado por la subordinación. En consecuencia, alguna precisión deberá efectuarse en lo relativo a la legitimación activa para la impugnación de la calificación del crédito subordinado o a la posibilidad de que el acreedor beneficiario acepte la revocación del efecto degradatorio, entre otros.

Sin embargo, el modelo español previsto en la LC para los créditos voluntariamente subordinados incrementa las diferencias entre ambas clases de negocio. Y lo hace contemplando un régimen especial para los supuestos de subordinación general, al tiempo que les incluye en la categoría de los “créditos subordinados” (artículo 92 LC). De este modo, las diferencias no sólo residirán en la fórmula de cálculo del valor relativo de los créditos involucrados, sino en una minusvalía concursal que transformará a sus titulares en espectadores mudos en toda decisión relevante que resuelva la suerte de sus créditos. De este modo, los titulares de los créditos voluntariamente pospuestos – al igual que las demás especies de créditos subordinados – quedan excluidos del órgano de la administración concursal (artículo 27.1.3 LC) y privados del derecho a voto en fase de convenio (artículo 122.1 LC). Esto último aun cuando se les vincule expresamente a las decisiones adoptadas por los acreedores ordinarios, al tiempo que los plazos que afecten el pago de sus créditos en un convenio de espera sólo se computarán a partir del íntegro cumplimiento del convenio respecto de los créditos ordinarios (artículo 134.1 LC).

A este respecto, creemos que la regulación pertinente debe ser revisada en atención a las múltiples razones tenidas en cuenta por el legislador concursal al tiempo

de integrar los créditos en la citada categoría subordinada, y, conforme a tal motivación, graduar la respuesta del ordenamiento para la determinación de su régimen jurídico. De este modo, su mayor o menor mérito no sólo debería incidir en el orden que les corresponde en la escala de prelación, sino también en la definición de su grado de participación en el concurso. En el caso de la subordinación resultante de una decisión voluntaria del acreedor subordinado, creemos que tal minusvaloración debe ser inferior a la actualmente en vigor, y no extenderse a más de lo que, en esencia, constituye el objetivo previsto por los particulares: la degradación en el orden de prelación. Cualquier incidencia adicional bien podría ser resuelta al tiempo de celebrarse el negocio de subordinación, como resultado del proceso negociador que sólo responde a la satisfacción de intereses particulares.

ANEXO I

**CUADRO COMPARATIVO DE LOS MODELOS VIGENTES DE FINANCIACIÓN SUBORDINADA
EN EL CONTEXTO DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO**

I. FINANCIACIÓN SUBORDINADA ESTÁNDAR:

	BASILEA II	DIRECTIVAS COMUNITARIAS	REGULACIÓN ESPAÑOLA	REGULACIÓN CHILENA
Estabilidad	Al menos 5 años, con reducción del 20% en los últimos años de vigencia.	Al menos 5 años, con reducción gradual en los últimos años de vigencia. Si no se ha fijado fecha de vencimiento, debe existir un preaviso de 5 años.	Al menos 5 años, con reducción gradual en los últimos años de vigencia. Si no se ha fijado fecha de vencimiento, debe existir un preaviso de 5 años.	Plazo promedio de vencimiento de al menos 5 años, con reducción del 20% a partir de los últimos 6 años de vigencia.
Vencimiento anticipado	-	Se prohíben cláusulas de vencimiento anticipado.	Se prohíben cláusulas de vencimiento anticipado.	Se prohíben cláusulas de vencimiento anticipado.
Ajenidad	-	-	No pueden ser aportadas, o adquiridas posteriormente por la entidad o por otras entidades o personas con apoyo financiero de la entidad.	No pueden ser adquiridos por bancos u otras instituciones sujetas a la fiscalización de la SBIF, ni por sociedades filiales o coligadas de dichas instituciones.
Publicidad	-	-	Mención en contrato y folletos de emisión.	Mención en la escritura y prospecto de emisión.
Neutralidad instrumental	Sí.	Sí.	Sí.	Únicamente bonos subordinados.
Complementariedad	50% del capital primario, y limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	50% del capital primario, y limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	50% del capital primario, y limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	50% del capital primario.

II. FINANCIACIÓN SUBORDINADA PERPETUA (O “DE DURACIÓN INDETERMINADA”):

	BASILEA II	DIRECTIVAS COMUNITARIAS	REGULACIÓN ESPAÑOLA	REGULACIÓN CHILENA
Rescate anticipado	No pueden ser rescatados a iniciativa del acreedor y sin la previa autorización de la autoridad de vigilancia.	No pueden ser rescatados a iniciativa del acreedor y sin la autorización previa de la autoridad de vigilancia.	Sólo previa autorización del Banco de España, el emisor podrá proceder al reembolso anticipado una vez transcurridos cinco años desde el desembolso de las financiaciones, si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad.	N/A
Participación en las pérdidas	Sin necesidad que la entidad cese sus actividades.	Sin necesidad que la entidad cese sus actividades.	Sin necesidad que la entidad cese sus actividades.	N/A
<i>Lock – in</i> (postergación de capital e intereses en caso de pérdidas)	Sí.	Sí.	Sí.	N/A
Publicidad	-	-	Mención en contratos y folletos de emisión.	N/A
Neutralidad instrumental	Sí.	Sí.	Sí.	N/A
Complementariedad	Sólo limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	Sólo limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	Sólo limitación genérica de los recursos secundarios (100% del capital primario).	

III. FINANCIACIÓN SUBORDINADA A CORTO PLAZO (O “TIER 3”):

	BASILEA II	DIRECTIVAS COMUNITARIAS	REGULACIÓN ESPAÑOLA	REGULACIÓN CHILENA
Estabilidad	Al menos 2 años	Al menos 2 años	Al menos 2 años	N/A
Rescate anticipado	No, salvo autorización de la autoridad de vigilancia.	No, salvo autorización de la autoridad de vigilancia.	No puede contener cláusulas de rescate, reembolso o amortización anticipada, sin perjuicio de que el deudor pueda proceder al reembolso anticipado en cualquier momento si con ello no se ve afectada la solvencia de la entidad, previa autorización del Banco de España.	N/A
<i>Lock-in</i> (postergación en el pago de capital e intereses en caso de pérdidas)	Sí.	Sí, en caso de déficit de recursos propios.	Sí, en caso de déficit de recursos propios.	N/A
Publicidad	-	-	Mención en contrato y folletos de emisión.	N/A
Complementariedad	250% del capital primario utilizado para la cobertura del riesgo de mercado.	150% del capital primario utilizado para la cobertura de riesgo de mercado.	-	N/A

ANEXO II

EMISIÓN DE FINANCIACIONES SUBORDINADAS EN EL SISTEMA ESPAÑOL

I. REGISTRO DE FINANCIACIONES SUBORDINADAS EN EL BALANCE CONSOLIDADO DE ENTIDADES DE DEPÓSITO

	MONTOS M. EUROS	VARIACIÓN %
Junio 2004	35.238	-
Diciembre 2004	46.337	31,50
Junio 2005	51.980	12,18
Diciembre 2005	64.018	23,16
Junio 2006	67.053	4,74
Diciembre 2006	70.871	5,69
Junio 2007	76.178	7,49
Diciembre 2007	80.645	5,86
Junio 2008	83.384	3,40
Diciembre 2008	90.544	8,59
Junio 2009	103.364	14,16
Diciembre 2009	102.204	- 1, 12

(Fuente: Informes de Estabilidad Financiera, disponible en www.bde.es)

II. EMISIONES DE DEUDA SUBORDINADA REGISTRADAS EN LA CNMV

	EMISIONES EN ESPAÑA M. EUROS	EMISIONES EN EL EXTRANJERO M. EUROS	TOTAL M. EUROS
2004	4.395	2.250	6.645
2005	1.905	1.487	3.392
2006	6.555	5.758	12.313
2007	2.381	8.984	11.365
2008	1.545	70	1.615
2009	5.831	2.061	7.892

(Fuente: Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación, disponible en www.cnmv.es)

III. EMISIONES INSCRITAS EN LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES EN EL AÑO 2009 Y PRIMER SEMESTRE DEL AÑO 2010

ENTIDAD	FECHA DE REGISTRO	MONTO (EUROS)	VIGENCIA	TASA
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (Caixa)	22 enero 2009	2.500.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 27 de febrero de 2010: 5,87% nominal anual (6% TAE). A partir del 28 de febrero de 2010: Euribor a 3 meses más 2% (con un mínimo de 3,94% y un máximo de 6,5%).
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	6 abril 2009	1.000.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 6 de julio de 2011: 7,25% nominal anual (7,396% TAE). Entre el 7 de julio de 2011 y el 6 de julio de 2014: Euribor a 3 meses más 3,9%. A partir del 7 de julio de 2014: Euribor a 3 meses más 4,65% (<i>step-up</i>)
Caixa d'Estalvis de Sabadell	10 junio 2009	35.000.000	15 años	Entre la fecha de desembolso y el 9 de junio de 2011: 7,50% nominal anual fijo. Entre el 10 de junio de 2011 y el 9 de junio de 2019: Euribor a 3 meses más 5,25%. A partir del 10 de junio de 2019: Euribor a 3 meses más 6,00% (<i>step-up</i>).
Caixa d'Estalvis del Penedès	29 junio 2009	250.000.000, ampliables a 300.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 29 de junio de 2010: 6,50% nominal anual (6,66% TAE). Entre el 30 de junio de 2010 y el 29 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 4,25%. A partir del 30 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 5,00% (<i>step-up</i>).

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

ENTIDAD	FECHA DE REGISTRO	MONTO (EUROS)	VIGENCIA	TASA
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	30 junio 2009	200.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 29 de junio de 2011: 6,25% nominal anual. Entre el 30 de junio de 2011 y el 29 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 3,00% (con un mínimo de 4,00%). A partir del 30 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 3,50% (con un mínimo de 4,00%) (<i>step-up</i>).
Caja de Ahorros de Asturias	16 junio, 30 junio y 30 julio 2009	200.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 15 de junio de 2010: 5% nominal anual. Entre el 16 de junio de 2010 y el 16 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 2,8% (con un mínimo de 4,8%). A partir del 17 de junio de 2014: Euribor a 3 meses más 3,55% (con un mínimo de 5,55%) (<i>step-up</i>).
Caja de Ahorros y Montes de Piedad de las Baleares	30 junio, 31 julio y 31 agosto de 2009	60.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 30 de junio de 2010: 6% nominal anual. A partir del 1 de julio de 2010: Euribor a 3 meses más 5%. Se incrementará a Euribor a 3 meses más 5,75% si no se ejerciere el derecho de amortización anticipada a partir del quinto año desde la fecha del último desembolso (<i>step-up</i>).
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria (Caja Duero)	30 junio, 31 julio, 31 agosto y 29 septiembre de 2009	200.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 28 de septiembre de 2009: 5,3% nominal anual. Entre el 29 de septiembre de 2009 y el 28 de septiembre de 2014: Euribor a 3 meses más 4,1%. A partir del 29 de septiembre de 2014: Euribor a 3 meses más 4,6% (<i>step-up</i>).

ENTIDAD	FECHA DE REGISTRO	MONTO (EUROS)	VIGENCIA	TASA
Caixa d'Estalvis de Terrassa	29 septiembre 2009	35.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 29 de septiembre de 2011: 7,25% nominal anual. Entre el 30 de septiembre de 2011 y el 29 de septiembre de 2014: Euribor a 3 meses más 4,75%. A partir del 30 de septiembre de 2014: Euribor a 3 meses más 5% (con un mínimo de 6%) (<i>step-up</i>).
Popular Capital, S.A. (Emisión de bonos necesariamente canjeables por obligaciones convertibles en acciones de Banco Popular Español, S.A.)	23 octubre 2009	500.000.000, ampliable a 700.000.000	4 años	Entre la fecha de desembolso y el 23 de octubre de 2010: 7% nominal anual. Entre el 24 de octubre de 2010 hasta la fecha de conversión: Euribor a 3 meses más 4%
Banco Gallego, S.A.	8 octubre 2009	50.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 29 de diciembre de 2012: 6% nominal anual. A partir del 30 de septiembre de 2012: Euribor a 3 meses más 4,9% (con un mínimo de 5,4%).
Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra (Caixanova)	5 noviembre 2009	50.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 16 de noviembre de 2010: 4% nominal anual. Entre el 17 de noviembre de 2010 y el 16 de noviembre de 2014: Euribor a 3 meses más 2,80%. A partir del 17 de noviembre de 2014: Euribor a 3 meses más 2,90% (con un mínimo de 6%) (<i>step-up</i>).

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

ENTIDAD	FECHA DE REGISTRO	MONTO (EUROS)	VIGENCIA	TASA
Caja de Ahorro Provincial de Guadalajara	17 diciembre 2009	8.500.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 30 de diciembre de 2011: 6% nominal anual. Entre el 31 de diciembre de 2011 y el 30 de diciembre de 2014: Euribor a 6 meses más 5%. A partir del 31 de diciembre de 2014: Euribor a 6 meses más 5,50% (<i>step-up</i>).
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	7 enero 2010	100.000.000	10 años	Entre la fecha de desembolso y el 23 de febrero de 2015: 4,15% nominal anual. A partir del 24 de febrero de 2015: Euribor a 3 meses más 1,82%.
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona ("la Caixa")	28 enero 2010	2.000.000.000	10 años	Entre la fecha de suscripción y el 22 de marzo de 2010: 2,473% nominal anual. Entre el 23 de marzo de 2010 y 29 de marzo de 2011: 4,909% nominal anual. A partir del 30 de marzo de 2011: Euribor a 3 meses más 1,00% (con un mínimo de 3,941% y un máximo de 5,870%).
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	29 abril 2010	400.000.000	10 años	Entre la fecha de suscripción y el 7 de junio de 2012: 5% nominal anual. A partir del 8 de junio de 2012: Euribor a 3 meses más 2,00% (con un mínimo de 5,00%).
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	3 junio 2010	100.000.000	10 años	Entre la fecha de canje y el 29 de junio de 2015: 3,5% nominal anual. A partir del 30 de junio de 2015: Euribor a 3 meses más 0,5%.

(Fuente: Registro de emisiones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, disponible en www.cnmv.es).

ANEXO III

EMISIONES DE BONOS SUBORDINADOS VIGENTES EN EL SISTEMA BANCARIO CHILENO

Conforme a la información disponible en la SBIF, actualizada al 15 de mayo de 2009, el monto al que ascienden las emisiones de bonos subordinados y su porcentaje respecto al capital básico de los bancos, son los siguientes:

INSTITUCIONES	BONOS SUBORDINADOS (MILLONES DE PESOS)	BONOS SUBORDINADOS ----- CAPITAL BÁSICO (PORCENTAJE)
Banco Bice	63.523	33,23
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	217.351	48,27
Banco de Chile	440.559	33,41
Banco de Crédito e Inversiones	356.504	45,24
Banco Falabella	37.095	42,47
Banco Internacional	14.123	45,50
Banco Itaú Chile	34.979	12,22
Banco Monex	0	0,00
Banco Paris	0	0,00
Banco Penta	0	0,00
Banco Ripley	0	0,00
Banco Santander-Chile	560.232	36,31
Banco Security	88.633	50,00
Corpbanca	90.808	19,28
Deutsche Bank (Chile)	0	0,00
HSBC Bank (Chile)	0	0,00
Rabobank Chile	0	0,00
Scotiabank Sud Americano	87.475	11,73
The Royal Bank of Scotland (Chile)	0	0,00
Banco del Estado de Chile	325.000	38,47
SISTEMA BANCARIO (total)	2.316.281	30,40

ANEXO IV

**TITULIZACIONES DE CRÉDITOS CON SERIES SUBORDINADAS INSCRITAS EN LA CNMV
DURANTE EL AÑO 2009 Y EL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO 2010**

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
AyT Lico Leasing II, Fondo de Titulización de Activos	15 enero 2009	Lico Leasing, S.A., Establecimiento Financiero de Crédito Créditos emanados de contratos de arrendamiento financiero	Serie A – Principal	157.000.000
			Serie B - Subordinada	23.000.000
IM Cajamar Empresas 3, Fondo de Titulización de Activos	27 enero 2009	Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito Préstamos con y sin garantía hipotecaria	Serie A – Principal	691.700.000
			Serie B - Subordinada	178.300.000
MBS Bancaja 6, Fondo de Titulización de Activos	29 enero 2009	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja) Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal	904.000.000
			Serie B – Subordinada	37.500.000
			Serie C – Subordinada	28.500.000
			Serie D – Subordinada	30.000.000
Foncaixa ICO-FTVPO1, Fondo de Titulización de Activos	3 febrero 2009	Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (Caixa) Préstamos con garantía hipotecaria sobre viviendas de protección oficial.	Serie AS – Principal	5.600.000
			Serie AG – Principal	478.000.000
			Serie B – Subordinada	20.800.000
			Serie C – Subordinada	15.600.000
			Serie D – Subordinada	5.200.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
TDA CAM 12, Fondo de Titulización de Activos	5 febrero 2009	Caja de Ahorros del Mediterráneo Préstamos hipotecarios	Serie A1 – Principal	380.000.000
			Serie A2 – Principal	665.000.000
			Serie A3 – Principal	418.000.000
			Serie A4 - Principal	228.000.000
			Serie B – Subordinada	57.000.000
			Serie C – Subordinada	152.000.000
			Serie D – Subordinada	76.000.000
Santander Empresas 6, Fondo de Titulización de Activos	5 febrero 2009	Banco Santander, S.A. Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A – Principal	1.510.600.000
			Serie B – Subordinada	236.500.000
			Serie C – Subordinada	177.500.000
			Serie D – Subordinada	130.800.000
			Serie E – Subordinada	219.600.000
			Serie F – Subordinada	221.900.000
AyT ICO. FTVPO Caja Vital Kutxa, Fondo de Titulización de Activos	10 febrero 2009	Caja de Ahorros de Vitoria y Álava Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A – Principal	140.400.000
			Serie B – Subordinada	7.700.000
			Serie C - Subordinada	6.900.000
AyT Colaterales Global Empresas, Fondo de Titulización de Activos	12 febrero 2009	Caja General de Ahorros de Granada Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A – Principal	135.600.000
			Serie B – Subordinada	18.400.000
			Serie C- Subordinada	10.500.000
			Serie D - Subordinada	10.500.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Santander Consumer Spain 09-1, Fondo de Titulización de Activos	17 febrero 2009	Santander Consumer, E.F.C. Préstamos para adquisición de vehículos y bienes de consumo	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D - Subordinada	562.800.000 99.440.000 37.800.000 35.700.000
Rural Hipotecario 6, Fondo de Titulización de Activos	25 febrero 2009	Varias Cajas Rurales Certificados de transmisión de hipoteca	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	2.113.100.000 25.300.000 61.600.000
BBVA Empresas 2, Fondo de Titulización de Activos	5 marzo 2009	Banco Bilbao Viscaya Argentaria, S.A. Préstamos a empresas no financieras	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	2.416.800.000 153.900.000 279.300.000
AYT ICO-FTVPO I, Fondo de Titulización	12 marzo 2009	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra, Caja General de Ahorros de Granada, Caixa de Aforros de Vigo, Ourense y Pontevedra (Caixanova) y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Ontinyent Préstamo hipotecario sobre viviendas de protección oficial	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	303.000.000 11.450.000 12.450.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Pyme Valencia 2, Fondo de Titulización de Activos	12 marzo 2009	Banco de Valencia, S.A. Préstamos a pequeñas y medianas empresas	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	407.500.000 17.500.000 75.000.000
Fondo de Titulización de Activos, UCI 19	12 marzo 2009	Unión de Créditos Inmobiliarios S.A., Establecimiento Financiero de Crédito Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D – Subordinada Serie E – Subordinada	875.000.000 60.000.000 35.000.000 30.000.000 29.000.000
Bankinter Empresas 1, Fondo de Titulización de Activos	12 marzo 2009	Bankinter, S.A. Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	608.400.000 30.600.000 71.000.000
Foncaixa Empresas 1, Fondo de Titulización de Activos	17 marzo 2009	Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona (la Caixa) Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A1 – Principal Serie A2 – Principal Serie A3 – Principal Serie A4 – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D - Subordinada	600.000.000 600.000.000 600.000.000 3.435.000.000 285.000.000 480.000.000 630.000.000
TDA SA Nostra 2, Fondo de Titulización de Activos	26 marzo 2009	Caja de Ahorro y Monte de Piedad de las Baleares (SA Nostra) Préstamos a empresas y autónomos	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D – Subordinada	257.700.000 50.400.000 36.500.000 10.400.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Hipocat 18, Fondo de Titulización de Activos	26 marzo 2009	Caixa Catalunya Disposiciones de líneas de crédito hipotecario	Serie A – Principal	737.700.000
			Serie B – Subordinada	30.300.000
			Serie C- Subordinada	32.000.000
Bancaja – BVA Vpo 1, Fondo De Titulizacion De Activos	2 abril 2009	Bancaja y Banco de Valencia Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal	371.400.000
			Serie B – Subordinada	7.800.000
			Serie C- Subordinada	5.100.000
			Serie D – Subordinada	5.700.000
AyT Colaterales Global Empresas, Fondo de Titulizacion de Activos	16 abril 2009	Caixa Galicia Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal	422.000.000
			Serie B – Subordinada	44.500.000
			Serie C- Subordinada	5.000.000
			Serie D – Subordinada	28.500.000
Auto ABS 2009-1, Fondo de Titulizacion de Activos	16 abril 2009	Banque PSA Finance SA, sucursal en España Derechos de crédito de contratos de préstamo para la adquisición de vehículos	Serie A – Principal	1.050.200.000
			Serie B – Subordinada	82.600.000
			Serie C- Subordinada	47.200.000
CAMGE Consumo TDA Cam 1, Fondo de Titulizacion de Activos	21 abril 2009	CAMGE Financiera, E.F.C., S.A. Préstamos de consumo	Serie A – Principal	626.600.000
			Serie B – Subordinada	107.900.000
			Serie C- Subordinada	95.500.000
IM Empresas Pastor 7, Fondo de Titulizacion de Activos	23 abril 2009	Banco Pastor Derechos de créditos derivados de préstamos y arrendamientos financieros	Serie A – Principal	372.800.000
			Serie B – Subordinada	147.200.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Bankinter 19 Fondo de Titulizacion de Activos	23 abril 2009	Bankinter Certificados de transmisión de hipoteca sobre préstamos y créditos hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	1.597.900.000 20.700.000 31.400.000
AyT Colaterales Global Empresas, Fondo de Titulizacion de Activos	7 mayo 2009	Banco Gallego S.A. Préstamos a empresas no hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D - Subordinada	108.800.000 13.400.000 8.200.000 4.600.000
Sol-Lion, Fondo de Titulizacion de Activos	14 mayo 2009	ING Direct Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	4.320.000.000 90.000.000 90.000.000
AyT Kutxa Hipotecario IV, Fondo de Titulizacion de Activos	19 mayo 2009	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Gipuzkoa y San Sebastián (Kutxa) Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A1 – Principal Serie A2 - Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	960.000.000 900.000.000 110.000.000 30.000.000
Empresas Banesto 4, Fondo de Titulizacion de Activos	21 mayo 2009	Banesto Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	1.660.000.000 207.500.000 207.500.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
FTGENVAL Bancaja 1, Fondo de Titulización de Activos	16 mayo 2009	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja) Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A1 – Principal Serie A2(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	88.300.000 170.000.000 26.700.000 15.000.000
Fondo de Titulización de Activos Santander Empresas 7	28 mayo 2009	Banco Santander Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada Serie D- Subordinada Serie E- Subordinada Serie F- Subordinada	1.387.500.000 185.000.000 148.000.000 92.500.000 37.000.000 370.000.000
AyT ICO FTVPO Caixa Galicia I, Fondo de Titulización de Activos	4 junio 2009	Caja de Ahorros de Galicia (Caixa Galicia) Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	143.000.000 11.200.000 5.800.000
GC Sabadell Empresas 4, Fondo de Titulización de Activos	9 junio 2009	Banco Sabadell Derechos de crédito de contratos de arrendamiento financiero	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	525.800.000 25.100.000 69.100.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
GAT ICO-FTVPO 1, Fondo de Titulizacion Hipotecaria	18 junio 2009	Caixa Cataluña, Caixa Manresa, Caixa Penadés y CaixaTerrassa Préstamos hipotecarios	Serie AG – Principal	331.600.000
			Serie B (CA) – Subordinada	9.800.000
			Serie B (CM) - Subordinada	3.300.000
			Serie B (CP) – Subordinada	2.700.000
			Serie B (CT) – Subordinada	2.000.000
			Serie C-(CA) Subordinada	3.200.000
			Serie C (CM) - Subordinada	2.300.000
			Serie C (CP) – Subordinada	1.500.000
			Serie C (CT) – Subordinada	1.500.000
			Serie D-(CA) Subordinada	6.100.000
			Serie D (CM) - Subordinada	2.500.000
			Serie D (CP) – Subordinada	1.600.000
			Serie D (CT) – Subordinada	1.400.000
IM BANKOA MBS 1, Fondo de Titulizacion de Activos	25 junio 2009	Bankoa, S.A. Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal	492.900.000
			Serie B – Subordinada	21.200.000
			Serie C- Subordinada	15.900.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
AYT ICO-FTVPO Caja Murcia, Fondo de Titulización de Activos	25 junio 2009	Caja de Ahorros de Murcia Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	120.000.000 11.000.000 7.000.000
Caja Ingenieros TDA 1, Fondo de Titulización de Activos	30 junio 2009	Caja de Crédito de los Ingenieros, S.Coop. de Crédito Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión hipotecaria	Serie A1 – Principal Serie A2 - Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	2.000.000 257.200.000 5.400.000 5.400.000
IM Grupo Banco Popular Empresas 3, Fondo de Titulización de Activos	30 junio 2009	Banco de Andalucía, S.A. y Banco Popular Español, S.A. Préstamos a empresas y autónomos	Serie A1 – Principal Serie A2 - Principal Serie B – Subordinada	500.000.000 1.142.500.000 607.500.000
AyT ICO FTVPO Caja Sol, Fondo de Titulización de Activos	2 julio 2009	Monte de Piedad y Caja de Ahorros de San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C- Subordinada	103.500.000 6.300.000 5.200.000
FTGENVAL TDA CAM 1, Fondo de Titulización de Activos	3 julio 2009	Caja de Ahorros del Mediterráneo Préstamos a empresas no financieras y autónomos	Serie A1 – Principal Serie A2 - Principal Serie B – Subordinada	30.000.000 130.000.000 40.000.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
TDA IBERCAJA ICO-FTVPO, Fondo de Titulizacion Hipotecaria	14 julio 2009	Cajqa de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja Participaciones hipotecarias	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	409.500.000 37.700.000
BBVA RMBS 8, Fondo de Titulizacion de Activos	14 julio 2009	Banco Bilbao Viscaya Argentaria, S.A. Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C - Subordinada	1.146.800.000 48.800.000 24.400.000
IM Sabadell Empresas 5, Fondo de Titulizacion de Activos	16 julio 2009	Banco de Sabadell S.A. Préstamos hipotecarios y no hipotecarios	Serie A1 – Principal Serie A2 - Principal Serie B – Subordinada	150.000.000 534.000.000 216.000.000
AyT ICO-FTVPO III, Fondo de Titulizacion de Activos	23 julio 2009	Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón y Caja de Ahorros de la Rioja Certificados de transmisión hipotecaria	Serie A(G) – Principal Serie B - Subordinada Serie C – Subordinada Serie AG2 – Principal Serie B2 - Subordinada Serie C2 – Subordinada	121.000.000 7.300.000 4.900.000 100.000.000 5.800.000 5.000.000
Pyme Bancaja 8, Fondo de Titulizacion de Activos	28 julio 2009	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante Préstamos a pequeñas y medianas empresas	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C - Subordinada	383.700.000 70.200.000 56.100.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
AyT Colaterales Global Hipotecario, F.T.A.	26 agosto 2009	Caixa d'Estalvis Comarcal de Manlleu Préstamos hipotecarios	Serie A – Principal	111.200.000
			Serie B – Subordinada*	6.300.000
			Serie C – Subordinada	5.000.000
			Serie D - Subordinada	2.500.000
Fondo de Titulizacion de Activos Santander Financiacion 4	22 septiembre 2009	Banco Santander Préstamos de consumo	Serie A – Principal	1.113.800.000
			Serie B – Subordinada	75.000.000
			Serie C – Subordinada	75.000.000
			Serie D – Subordinada	60.000.000
			Serie E – Subordinada	176.200.000
			Serie F - Subordinada	195.000.000
Foncaixa FTGENCAT 7, Fondo de Titulizacion de Activos	24 septiembre 2009	Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona Préstamos no hipotecarios	Serie AG – Principal	174.000.000
			Serie AS - Principal	696.000.000
			Serie B – Subordinada	25.000.000
			Serie C – Subordinada	105.000.000
AyT VPO II, Fondo de Titulizacion de Activos	20 octubre 2009	Caja de Ahorros General de Canarias, Caja Insular de Ahorros de Canarias, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Segovia, Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares, Caixa d'Éstalvis de Girona. Certificados de transmisión hipotecaria.	Serie A – Principal	137.650.000
			Serie B – Subordinada	8.100.000
			Serie C – Subordinada	7.250.000

* El folleto de emisión no da cuenta expresa de una cláusula de subordinación, pero la amortización de los tramos subordinados está sujeta a la previa extinción de los tramos superiores.

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
AyT SA Nostra Financiaci3n I, Fondo de Titulizaci3n de Activos	20 octubre 2009	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de las Baleares (Sa Nostra) Derechos de cr3dito derivados de pr3stamos de consumo a personas f3sicas.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada Serie D - Subordinada	77.500.000 11.900.000 6.100.000 4.500.000
Bancaja Leasing I, Fondo de Titulizaci3n de Activos	20 octubre 2009	Caja de Ahorros de Valencia, Castell3n y Alicante (Bancaja) Derechos de cr3dito derivados de contratos de arrendamiento financiero.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	576.000.000 96.000.000 128.000.000
IM BCG RMBS 1, Fondo de Titulizaci3n de Activos	30 octubre 2009	Banco Caixa Geral Pr3stamos hipotecarios	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	388.000.000 12.000.000
Rural Hipotecario XII, Fondo de Titulizaci3n de Activos	3 noviembre 2009	Caixa Rural de Callosa d'3n Sarri3 y otros. Participaciones hipotecarias y certificados de transmisi3n de hipoteca	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	862.200.000 20.500.000 27.300.000
TDA Corporativos I, Fondo de Titulizaci3n de Activos	19 noviembre 2009	Braclays Bank, S.A. y Barclays Bank plc, Sucursal en Espa3a Pr3stamos y cr3ditos	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	669.700.000 167.450.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
TDA Corporativos I, Fondo de Titulización de Activos	24 noviembre 2009	Banco Guipuzcoano Derechos de créditos derivados de préstamos	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	214.500.000 60.500.000
BBVA Consumo 4 Fondo de Titulización de Activos	3 diciembre 2009	Banco Bilbao Viscaya Argentaria y Finanzia Banco de Crédito S.A. Derechos de crédito derivados de operaciones de créditos de consumo y otros.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	937.700.000 162.300.000
BBVA Empresas 3, Fondo de Titulización de Activos	17 diciembre 2009	Banco Bilbao Viscaya Argentaria Derechos de crédito derivados de préstamos a empresas y autónomos domiciliados en España.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	2.210.000.000 260.000.000 130.000.000
TDA Ibercaja 7, Fondo de Titulización de Activos	17 diciembre 2009	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión hipotecaria.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	1.900.000.000 100.000.000 70.000.000

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Foncaixa Andalucía FTEMPRESA 1, Fondo de Titulización de Activos	25 febrero 2010	Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona Préstamos no hipotecarios y disposiciones iniciales concedidas a empresas domiciliadas en Andalucía.	Serie AS – Principal Serie AG – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	82.000.000 328.000.000 25.000.000 65.000.000
IM Banco Popular MBS 2, Fondo de Titulización de Activos	9 marzo 2010	Banco popular Préstamos hipotecarios.	Serie A – Principal Serie B – Subordinada	596.000.000 89.000.000
AYT Andalucía FTEMPRESA Cajamar, Fondo de Titulización de Activos	18 marzo 2010	Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito Derechos de crédito provenientes de préstamos a pequeñas y medianas empresas.	Serie A – Principal Serie A(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada Serie D – Subordinada	45.000.000 179.000.000 27.500.000 27.500.000 21.000.000
AYT Andalucía FTEMPRESA Caja Sol, Fondo de Titulización de Activos	30 marzo 2010	Monte de Piedad y Caja de Ahorros San Fernando de Huelva y Sevilla (Cajasol) Derechos de crédito provenientes de préstamos con garantía hipotecaria o personal del deudor o terceros.	Serie A – Principal Serie A(G) – Principal Serie B – Subordinada Serie C – Subordinada	30.000.000 120.000.000 20.000.000 20.000.000

LA SUBORDINACIÓN VOLUNTARIA DE CRÉDITOS

NOMBRE DEL FONDO	FECHA DE REGISTRO	ORIGINADOR / ACTIVOS SUBYACENTES	SERIES	MONTOS (EUROS)
Fondo de Titulización de Activos Santander Hipotecario 6	18 mayo 2010	Banco Santander, S.A. Préstamos hipotecarios.	Serie A – Principal	871.500.000
			Serie B – Subordinada	63.000.000
			Serie C – Subordinada	52.500.000
			Serie D – Subordinada	42.000.000
			Serie E – Subordinada	21.000.000
			Serie F – Subordinada	210.000.000
Santander Consumer Spain Auto 2010-1, Fondo de Titulización de Activos	29 junio 2009	No hay folleto de emisión disponible.	Serie A – Principal	493.500.000
			Serie B – Subordinada	57.000.000
			Serie C – Subordinada	49.500.000
			Serie D – Subordinada	88.500.000

BIBLIOGRAFÍA

- AA.VV. (1999): *Using Subordinated Debt as an Instrument of Market Discipline*, Staff Study No. 172, Study Group on Subordinated Notes and Debentures, Federal Reserve System. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/172/ss172.pdf> (consultada el 20 de junio de 2010).
- AA.VV. (2003): Working Paper No. 12: *Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries*, Basel Committee on Banking Supervision, agosto, documento disponible en: http://www.bis.org/publ/bcbs_wp12.pdf?noframes=1 (consultada el 20 de junio de 2010).
- ALBALADEJO GARCÍA, Manuel (1957): "Condición, término y modo", *RDN*, Vol. 3, pp. 45 – 95.
- (2004): *Derecho Civil II – Derecho de las Obligaciones*, Décimo segunda edición, Edisofer, Madrid.
 - (2006): *Derecho Civil I - Introducción y Parte General*, Décimo séptima edición, Bosch, Barcelona.
 - (2007): *Compendio de Derecho Civil*, Décimo tercera edición, Edisofer, Madrid.
- ALBIEZ DOHRMANN, Klaus Jochen (2009): *La Protección Jurídica de los Empresarios en la Contratación con Condiciones Generales*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- ALEMANY EGUIDAZU, Jesús (2004): "Subordinación contractual y subordinación convencional", *Diario La Ley*, No. 6004, Año XXV, 26 de abril de 2004 (recurso electrónico).
- ALESSANDRI RODRÍGUEZ, Arturo (1940): *La Prelación de Créditos*, Editorial Nascimento, Santiago de Chile.

ALESSANDRI RODRÍGUEZ, Arturo y SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel (sin fecha): *Curso de Derecho Civil, De las Obligaciones*, T. III, redactado y puesto al día por Antonio Vodanovic, Editorial Nascimento, Santiago de Chile. Disponible en: www.bcn.cl/bibliodigital/dhisto/libroderecho.

- (1998): *Tratado de Derecho Civil. T.I. Partes Preliminar y General*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.

ALFARO AGUILA – REAL, Jesús (1991): *Las Condiciones Generales de la Contratación*, Civitas, Madrid.

ALMOGUERA GÓMEZ, Ángel (1995): *La Titulización Crediticia (un estudio interdisciplinar)*, Civitas, Madrid.

ALONSO ESPINOSA, Francisco José (1988): *Asociación y Derechos de los Obligacionistas*, Bosch, Barcelona.

ALONSO LEDESMA, Carmen (2002): “La clasificación de los créditos en el concurso”, en AA.VV., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), Dilex, Madrid, pp. 177 – 206.

- (2003): “Delimitación de la masa pasiva: las clases de créditos y su graduación”, en AA.VV., *Derecho Concursal. Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2002, para la Reforma Concursal* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), Dilex, Madrid, pp. 357 - 407.
- (2004a): “Artículo 125 – Reglas especiales”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, pp. 2.361 – 2.372.
- (2004b): “Artículo 92 – Créditos subordinados”, en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juana Pulgar Esquerra, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), T. I, Dykinson, Madrid, pp. 924 – 930.
- (2009a): “La reforma en materia de subordinación crediticia”, *RDCP*, No. 11, pp. 59 – 74.
- (2009b): “El automatismo en la subordinación de los créditos y la posición de las entidades de crédito”, en AA.VV., *Implicaciones Financieras de la Ley Concursal* (dir. Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), La Ley, Madrid, pp. 169 – 212.

ÁLVAREZ CAPEROCHIPI, José Antonio (2003): *El Registro de la Propiedad y las Preferencias del Crédito en la Ejecución y en el Concurso (Especial estudio de la nueva Ley concursal)*, Comares, Granada.

ÁLVAREZ SAN JOSÉ, María (2005): *El Poder de Decisión de los Acreedores en el Concurso*, Thomson Civitas, Cizur Menor.

ARAYA, Tomás M. (1999): *Subordinación de Créditos en los Negocios Jurídicos*, Ábaco, Buenos Aires.

ARISTÓTELES (384 – 322 a.c.): *Política*, Centro de Estudios Constitucionales, Madrid.

ARNAU RAVENTÓS, Lidia (2000): *Pago Parcial, Subrogación en el Crédito y Preferencia para el Cobro: el Artículo 1213 del Código Civil*, Cedecs, Barcelona

ARROYO MARTÍNEZ, Ignacio (2007): “Los seguros marítimos y aéreo. El préstamo a la gruesa”, en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II (dir. Rodrigo Uría y Aurelio Menéndez), Segunda edición, Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 1.575 – 1.632.

ARROYO MARTÍNEZ, Ignacio y MERCADAL VIDAL, Francisco (2009): “Disposiciones generales”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. Ignacio Arroyo, José Miguel Embid y Carlos Górriz), Tecnos, Madrid, pp. 31 – 96.

ATIENZA, Manuel (1985): *Introducción al Derecho*, Barcanova, Barcelona.

ÁVILA DE LA TORRE, Alfredo (2005): “Los créditos subordinados en la Ley concursal”, en AA.VV., *Las Claves de la Ley Concursal*, Aranzadi, Cizur Menor, pp. 439 - 457.

- (2008): “La subordinación en el concurso de los créditos de las personas especialmente relacionadas”, en AA.VV., *Il Trattamento Giuridico della Crisi d’Impresa. Profili di Diritto Concorsuale Italiano e Spagnolo a Confronto* (dir. Antonio Sarcina y José Antonio García – Cruces), Cacucci Editori, Bari, pp. 159 – 182.
- (2009): “El crédito de las personas especialmente relacionadas ante el concurso de las promotoras inmobiliarias”, en AA.VV., *Crisis Inmobiliaria y Derecho Concursal* (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 141 -165.

ÁVILA DE LA TORRE, Alfredo y CURTO POLO, Mercedes (2005): “La subordinación del crédito de las personas especialmente relacionadas con el concursado”, en

Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia, T. IV, Marcial Pons, Madrid, pp. 3.537 – 3.567.

AZZOLINA, Umberto (1961): *Il Fallimento e le Altre Procedure Concorsuali*, T. I, UTET, Turín.

BAHAMONDEZ PRIETO, Luis Felipe (1993): *La Prelación de Créditos*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.

BAIRD, Douglas G. y JACKSON, Thomas H. (1985): *Cases, Problems and Materials on Bankruptcy*, Little Brown, Boston.

BAYONA GIMÉNEZ, Ricardo (1996): “Una aproximación al problema de la infracapitalización a la luz de la necesaria revisión de las funciones del capital en las sociedades anónimas”, *CDC*, No. 20, pp. 147 – 212

BEAN, Gerard M.D. (1994): “Debt subordination validated”, *Co. Lawyer*, No. 15, pp. 52 – 54.

BEBCHUK, Lucian A. y FREID, Jesse M. (1995): “The uneasy case for the priority of secured claims in bankruptcy”, *Y.L.J.*, No. 105, pp. 857 – 934.

BELADIEZ ROJO, Margarita (1994): *Los Principios Jurídicos*, Tecnos, Madrid.

BELTRÁN DE HEREDIA Y CASTAÑO, José (1956): *El Cumplimiento de las Obligaciones*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid.

BELTRÁN SÁNCHEZ, Emilio (1999): “Ideas básicas de la propuesta de anteproyecto de Ley Concursal elaborada por el Profesor Ángel Rojo”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho Concursal y la Eficiencia Económica* (coord. Álvaro Espina), Consejo General de Colegios de Economistas, Madrid, pp. 309 - 329.

- (2007a): “Los efectos del concurso sobre los acreedores, los créditos y los contratos”, en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II, Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 985 – 1.011.
- (2007b): “El nuevo Derecho concursal español”, *AAMN*, No. 43, pp. 465 – 490.
- (2007c): “La regularidad en el cumplimiento de las obligaciones, el estado de insolvencia y la función del concurso de acreedores”, *ADCo*, No. 11, pp. 29 – 52.

- (2007d): “Los créditos nacidos tras la aprobación del convenio en caso de apertura de la fase de liquidación”, *ADCo*, No. 10, pp. 509 – 519.

BERMEJO GUTIÉRREZ, Nuria (2002): *Créditos y Quiebra*, Civitas, Madrid.

BERTHOD, Maurice (1998): “Aspectos jurídicos de las crisis bancarias en Francia”, en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, pp. 71 – 79.

BIANCHI, Emilio (1924): *Dei Privilegi e delle Cause di Prelazione del Credito in Generale*, UTET, Nápoles – Turín.

BISBAL MÉNDEZ, Joaquim (1994): “La insoportable levedad del Derecho concursal”, *RDM*, No. 214, pp. 843 – 872.

BLANQUER UBEROS, Roberto (2006): *Las Garantías Reales en el Concurso*, Thomson Civitas, Cizur Menor.

BLASCO GASCÓ, Francisco de P. (2000): *La Hipoteca Inmobiliaria y el Crédito Hipotecario*, Tirant Lo Blanch, Valencia.

- (2004): *Prelación y Pago a los Acreedores Concursales*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor.

BOLDÓ RODA, Carmen (2004): “Efectos del concurso sobre los créditos en particular”, en AA.VV. *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, pp. 2.499 – 2.530.

BONET RAMÓN, Francisco (1953): “Sistema interno del Derecho civil”, *RDP*, No. 441, pp. 1.069 – 1.126.

BORRONI, Mariarosa (2006): *Prestiti Subordinati e Debt Capital nelle Banche Italiane*, Bancaria, Roma.

BOZZA, Giuseppe y SCHIAVON, Giovanni (1992): *L'Accertamento dei Crediti nel Fallimento e le Cause di Prelazione*, Giuffrè, Milán.

BRAUN, Eberhard (2002): *Insolvenzordnung Kommentar*, Beck, München.

BRESCH, M.H. (1963): “Contracts for the benefit of third parties”, *I.C.L.Q.*, Vol. 12, No. 1, pp. 318 – 329.

BRIDGE, Michael (2003): “Collectivity, management of estates and the *pari passu* rule in winding-up”, en AA.VV., *Vulnerable Transactions in Corporate Insolvency* (edit. John Armour y Howard Bennett), Hart, Oxford, pp. 1 - 36.

- BROOKS, Rory (1990): "Theory and practice of mezzanine finance", *I. Bus. L.*, No. 18, pp. 445 - 448.
- BROSETA PONT, Manuel (1984): "Régimen de los "préstamos participativos" (el art. 11 del Real Decreto - Ley 8/1983, de 30 de noviembre, de reconversión y reindustrialización", *RDBB*, No. 14, pp. 247 - 292.
- BROUDE, Richard (1984): "Cramdown and Chapter 11 of the Bankruptcy Code: The settlement imperative", *Bus. Law.*, No. 39, pp. 441 - 454.
- BRUYNEEL, André y VELU, Sylviane (1983): "Les prêts subordonnés en Droit belge", en AA.VV., *Prêts Participatifs et Prêts Subordonnés: Un Nouveau Mode de Financement*, Feduci, pp. 121- 160.
- BUSTILLO SAIZ, María del Mar (2004): "Razones de derogación de la retroacción judicial absoluta en la Ley concursal", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, pp. 3.971 - 4.008.
- BUSTOS CONTELL, Elisabeth (2002a): "Mercado de los préstamos participativos: características y análisis financiero", *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, No. 61, pp. 16 - 22.
- (2002b): *Préstamo Participativo: Instrumento de Financiación de las Pymes*, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- CABANILLAS SÁNCHEZ, Antonio (1982): "La naturaleza del "leasing" o arrendamiento financiero y el control de las condiciones generales", *ADC*, Vol. 35, No. 1, pp. 41 - 120.
- (1992): "Artículo 6", en AA.VV., *Comentarios al Código Civil y Compilaciones Forales* (dir. Manuel Albaladejo y Silvia Díaz Alabart), T. I, V. I, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid.
- CAESAR, Camille M. (1992): "Capital-based regulations and U.S. banking reform", *Y.L.J.*, Vol. 101, No. 7, pp. 1.525 - 1.549.
- CALLIGAR, Dee Martin (1961): "Subordination agreements", *Y.L.J.*, Vol. 70, No. 3, pp. 376 - 404.
- (1967): "Purposes and uses of subordination agreements", *Bus. Law.*, No. 23, pp. 33 - 39.

- CAMPOBASSO, Gian Franco (1983): "Il prestiti subordinati nel Diritto italiano", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 345 – 380.
- CAMY SÁNCHEZ- CAÑETE, Buenaventura (1971): *Comentarios a la Legislación Hipotecaria*, Vol. IV, Aranzadi, Pamplona.
- CANDIAN, Aurelio (1934): *Il Processo di Fallimento*, CEDAM, Padua.
- CARDENAL FERNÁNDEZ, Jesús (1979): *El Tiempo en el Cumplimiento de las Obligaciones*, Montecorvo, Madrid.
- CARLSON, David Gray (1985): "A theory of contractual debt subordination and lien priority", *V.L.R.*, No. 38, pp. 975 – 1.034.
- (2003): "The logical structure of fraudulent transfers and equitable subordination", *Wm. & Mary L. Rev.*, No. 45, pp. 147 - 220.
- CARNELUTTI, Francesco (1944): *Sistema de Derecho Procesal Civil* (traducc. de Niceto Alcalá-Zamora y Castillo y Santiago Sentís Melendo; y adiciones de Derecho español por Niceto Alcalá-Zamora y Castillo), T. I, Uteha, Buenos Aires.
- (2006) "Diritto e processo nella teoria delle obbligazioni", en Emilio BETTI / Francesco CARNELUTTI, *Diritto Sostanziale e Processo*, reimpresión del artículo de igual nombre de 1927, Giuffrè, Milán, pp. 206 – 318.
- CARRASCO PERERA, Ángel (2001): "Artículo 7", en AA.VV., *Comentarios al Código Civil* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez – Cano), Aranzadi, Elcano, pp. 46 – 49.
- (2004): *Derecho Civil* (dir. Ángel Carrasco Perera), Tecnos, Madrid.
 - (2007): "Invalididad e ineficiencia en los contratos con consumidores", en AA.VV., *Las Nulidades de los Contratos: un Sistema en Evolución* (coord. Jesús Delgado Echeverría), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 163 - 192.
 - (2009): *Los Derechos de Garantía en la Ley Concursal*, Tercera edición, Civitas, Madrid.
- CARRASCO PERERA, Ángel, CORDERO LOBATO, Encarna y MARÍN LÓPEZ, Manuel Jesús (2008): *Tratado de los Derechos de Garantía*, Segunda edición, Aranzadi, Cizur Menor.
- CARROLL, Stephen (1979): "Priorities and subordination in the Bankruptcy Reform Act of 1978", *Hous. L. Rev.*, No. 17, pp. 223 – 261.

CASTÁN TOBEÑAS, José (1986): *Derecho Civil Español, Común y Foral. Introducción y Parte General*, T.I., Vol. I., reimpresión de la décimo segunda edición puesta al día por José Luis de los Mozos, Reus, Madrid.

- (1992): *Derecho Civil Español, Común y Foral. Derecho de Obligaciones*, décimo sexta edición puesta al día por Gabriel García Cantero, Reus, Madrid.

CASTELLANOS RAMÍREZ, María José (2004): *La Suscripción Incompleta del Aumento del Capital Social de la Sociedad Anónima*, Thomson Civitas, Madrid.

CASTELLO SAEZ, Alfredo C. (1995): "Cuestiones sobre la renuncia de derechos y la exclusión voluntaria de la ley: distinción entre ambas, relación con la autonomía de la voluntad y límites para su validez", *RGD*, Año LI, No. 604, pp. 49 – 58.

CASTILLA, Manuel (2002): *Titulización de Créditos*, Civitas, Madrid.

CASTILLO MARTÍNEZ, Carolina del Carmen (1999): *Responsabilidad Personal y Garantía Hipotecaria*, Aranzadi, Pamplona.

- (2003): "La nueva Ley concursal española en el marco de la armonización del derecho europeo: el principio de universalidad y la clasificación de los créditos en el concurso", *AC*, No. 3, pp. 885 - 905.

CAUSSAIN, Jean – Jacques (1979): "Les prêts participatifs", *Droit des Sociétés*, enero, pp. 2 - 4.

CERES MONTÉS, José Francisco (2001): "El reconocimiento y graduación de créditos en el procedimiento de quiebra", *Diario La Ley*, Ref. D-86, T. 3 (recurso electrónico).

CESARINI, Francesco (1983): "Aspetti funzionali e di mercato degli strumenti di ricapitalizzazione delle banche", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, pp. 47 – 73.

CLARO SOLAR, Luis (1979): *Explicaciones de Derecho Civil Chileno y Comparado. De las Obligaciones*, T. XII, Vol. III, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.

CLAROTTI, Paolo (1983): "Il problema dei «messi propri» nell' esperienza di alcuni sistemi bancari esteri e nelle prospettive CEE", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, pp. 261 – 294.

- CLAVERÍA GOSÁLBEZ, Luis Humberto (1979): "La predisposición del contenido contractual", *RDP*, julio – agosto, pp. 665 – 687.
- COHEN, Hollace T. (2002): "Adventures in subordination, an uncertain terrain", *Norton Annual Survey of Bankruptcy Law*, West Thomson, p. 43 - 64.
- COHN, Daniel C. (1982): "Subordinated claims: their classification and voting under Chapter 11 of the Bankruptcy Code", *A.B.L.J.*, No. 56, pp. 293 – 324.
- COLIN, Ambroise y CAPITANT, Henry (1925): *Curso Elemental de Derecho Civil*, T. V, (traducc. de la "RGLJ", con notas sobre el Derecho Civil español por Demófilo de Buen, de la última edición francesa), Reus, Madrid.
- COLINO MEDIAVILLA, José Luis (1998): "Reflejo y alcance contable de las deudas subordinadas", *RdS*, No. 10, pp. 473 – 490.
- (2007): "Los préstamos participativos", en *La Contratación Bancaria*, Dykinson, Madrid (recurso electrónico disponible en <http://www.ucm.es/eprints/7644/01/Pr%C3%A9stamosparticipativo-E-PRINT.pdf>, consultada el 20 de junio de 2010).
- COLOMBO, Giovanni E. (1983): "Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizione in bilancio", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 425 – 436.
- CONDE LÓPEZ, Alejandro (1976): *Tratado sobre Inversiones*, Editorial Index, Madrid.
- COOGAN, Peter F., KRIPFE, Homer y WEISS, Frederick (1965): "The outer fringes of Article 9: Subordination agreements, security interests in money and deposits, negative pledge clauses, and participation agreements", *H.L.R.*, Vol. 79, No. 2, pp. 229 – 277.
- CORDERO LOBATO, Encarna (1995): *El Privilegio del Crédito Refaccionario*, Tecnos, Madrid.
- (2004a): "Artículo 92", en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. I, Tecnos, Madrid, pp. 1.095 – 1.102.
 - (2004b): "Artículo 96", en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. I, Tecnos, Madrid, pp. 1.115 – 1.119.
- CORDIER, Blandine (1989): *Le Renforcement des Fondes Propres dans les Sociétés Anonymes*, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París.

- COUNTRYMAN, Vern (1985): "The concept of voidable preference in bankruptcy", *V.L.R.*, No. 38, pp. 713 – 828.
- DE CASTRO Y BRAVO, Federico (1982): "Notas sobre las limitaciones intrínsecas de la autonomía de la voluntad", *ADC*, Vol. 35, No. 4, pp. 987-1.086.
- DE CRISTOFANO, Giovanni (1996): "Il pactum de non petendo nelle esperienze giuridiche tedesca e italiana", *RDCiv*, Año XLII, Primera parte, pp. 395 – 405.
- DE LA CUESTA RUTE, José María (2004): *El Convenio Concursal. Comentarios a los artículos 98 a 141 de la Ley Concursal*, Thomson Aranzadi, Cizur Menor.
- DE LA IGLESIA MONJE, María Isabel (2007): "La exclusión voluntaria de la ley y la renuncia a los derechos", *RCDI*, No. 702, pp. 1.817 – 1.820.
- DE LA RICA Y ARENAL, Ramón (1948): *Comentarios al Nuevo Reglamento Hipotecario*, Publicaciones del Colegio Nacional de Registradores de la Propiedad, Madrid.
- DE LOS MOZOS Y DE LOS MOZOS, José Luis (1977) *Derecho Civil Español*, T. I, Vol. I, Imprenta Kadmos, Salamanca.
- (1980): "Concepto de obligación", *RDP*, Año 64, Mes 1, pp. 979 - 995.
- DEL VECCHIO, Francesco (1994): *I Privilegi nella Legislazione Civile, Fallimentare e Speciale*, Giuffrè, Milán.
- DE REINA TARTIÈRE, Gabriel (2002): *La Prioridad en el Registro de la Propiedad Inmobiliaria*, Aranzadi, Cizur Menor.
- (2009): "El negocio sobre el rango hipotecario", *Revista Jurídica del Notariado*, No. 72, pp. 345 – 416.
- DESIDERIO, Luigi y ZAMBONI, Paolo (1983): "Brevi noti sui prestiti subordinati", en *AA.VV., Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 567 – 573.
- DE VECCHIS, Pietro (1998): "Aspectos jurídicos de las crisis bancarias en Italia", en *AA.VV., Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, pp. 81 – 115.
- DEWING, Arthur S. (1891): "The position of income bonds, as illustrated by those of the central of Georgia railway", *Q.J.E.*, Vol. 25, No. 2, pp. 396 - 405.

- DÍAZ DE LEZCANO SEVILLANO, Nicolás (2004): “La compensación en la Ley concursal. Régimen general y excepciones”, en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, pp. 2.621 – 2.653
- DÍEZ – PICAZO, Luis (1956): “La autonomía privada y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos”, *ADC*, T. II, pp. 1.149 – 1.181.
- (1959): “El pago anticipado”, *RDM*, Vol. 28, No. 73, pp. 37 - 117.
 - (1979): *La Representación en el Derecho Privado*, Civitas, Madrid.
 - (1982): “Créditos privilegiados en el concurso de acreedores”, en AA.VV., *La Reforma del Derecho de Quiebras. Jornadas sobre la Reforma del Derecho Concursal Español*, Civitas, Madrid, pp. 293 - 320.
 - (1987): *Experiencias Jurídicas y Teoría del Derecho*, Ariel, Barcelona.
- DÍEZ-PICAZO, Luis y GULLÓN BALLESTEROS, Antonio (2001): *Sistema de Derecho Civil*, Vol. II, Novena edición (reimpresión del año 2004), Tecnos, Madrid.
- (2003): *Sistema de Derecho Civil*, Vol. I, Undécima edición, Tecnos, Madrid.
- DÍEZ SOTO, Carlos Manuel (2000): “Los privilegios crediticios como mecanismos de protección del crédito”, en AA.VV., *Preferencia de Créditos*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, pp. 23 – 155.
- (2006): *Concurrencia y Prelación de Créditos: Teoría General*, Reus, Madrid.
- DI SABATO, Daniela (2008): *I Privilegi*, Edizioni Scientifiche Italiane, Nápoles.
- DOMÍNGUEZ LUELMO, Andrés (1992): *El Cumplimiento Anticipado de las Obligaciones*, Civitas, Madrid.
- DOOLEY, Kevin C. y ROCK, Thomas G. (1996): “Subordination agreements: Suggested approaches to key issues”, *Bank. Law J.*, Vol. 113, No. 7, pp. 708 – 717.
- DORAL GARCÍA, José Antonio (2006): “La renuncia abdicativa de derechos”, en AA.VV., *Libro – Homenaje al Profesor Manuel Amorós Guardiola*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid, pp. 409 - 446.
- DURÁN RIVACOBIA, Ramón (2002): *Evicción y Saneamiento*, Aranzadi, Cizur Menor.
- EGER, Thomas (2001): “Bankruptcy regulations and the new German insolvency law from an economic point of view”, *Eur. J. Law Econ.*, Vol. 11, No. 1, pp. 29 – 46.

- EISERT, Edward G. (1997): "How to issue subordinated debt under the new tier 3 capital rules", *I.F.L.R.*, No. 16, pp. 11 – 15.
- ELLINGER, E. P. (1986): *Modern Banking Law*, Clarendon Press, Oxford.
- EMBED IRUJO, José Miguel (2009): "La nulidad de la sociedad", en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas* (coord. Ignacio Arroyo, José Miguel Embid y Carlos Górriz), Tecnos, Madrid, pp. 403 – 414.
- ENNECCERUS, Ludwig; KIPP, Theodor y WOLFF, Martin (1933): *Tratado de Derecho Civil*, T. II, Vol. 1, Undécima Edición (revisión por Heinrich Lehmann; traducc. de la 35a. edición alemana, estudios de comparación y adaptación a la legislación y jurisprudencia españolas por Blas Pérez González y José Alguer), Bosch, Barcelona.
- ERLAIZ COTELO, Íñigo (2004): "Adquisiciones especiales por su objeto", en AA.VV., *Fusiones y Adquisiciones de Empresa* (dir. José María Álvarez Arjona y Ángel Carrasco Perera), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 337 – 415.
- ESPEJO LERDO DE TEJADA, Manuel (2006): "Consideraciones acerca de la futura Ley de concurrencia y prelación de créditos", en AA.VV., *Estudio de Derecho de Obligaciones. Homenaje al profesor Mariano Alonso Pérez* (coord., Eugenio Llamas Pombo), T.I, La Ley, Madrid, pp. 587 – 612.
- ESTRADA ALONSO, Eduardo (1997): "La prelación de créditos en la ejecución singular", *AC*, No. 4, pp. 1.147 y 1.175.
- EVERETT, Edward (1964): "Subordinated debt – Nature, purposes and enforcement", *B.U. Law Rev.*, No. 44, pp. 487 – 532.
- (1967) "Analysis of particular subordination provisions", *Bus. Law.*, No. 23, pp. 41 – 56.
- FEIBELMAN, Adam (2007): "Equitable subordination, fraudulent transfers and sovereign debt", *Law & Contemp. Probs.*, No. 70, pp. 171 – 191.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis (1992): *El Fortalecimiento de Recursos Propios*, Marcial Pons, Madrid.
- (2005): *Las Participaciones Preferentes*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- FERNÁNDEZ LÓPEZ, Miguel Ángel (1991): *Derecho Procesal Civil*, T. III, Editorial Centro de Estudios Ramón Aceres, Madrid.

FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, Tomás Ramón (1988): “Aspectos administrativos de las crisis bancarias”, en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, pp. 195 – 216.

FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos y SÁNCHEZ LORENZO, Sixto (2007): *Derecho Internacional Privado*, Cuarta edición, Thomson Civitas, Cizur Menor.

FERNÁNDEZ RUIZ, José Luis (1991): *La Nulidad de la Sociedad Anónima en el Derecho Comunitario y en el Derecho Español*, Civitas, Madrid.

FERNÁNDEZ SEIJO, José María (2009): “Los acuerdos extrajudiciales de refinanciación empresarial y la declaración de concurso”, en AA.VV., *Crisis Inmobiliaria y Derecho Concursal* (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 43 – 71.

FERNÁNDEZ VILLA, José (1999): *El Pago con Subrogación: Revisión del Artículo 1.212 del Código Civil Español*, Comares, Granada.

FERRÁN, Eilís (1998): “Recent developments in unsecured debt subordination”, en AA.VV., *The Realm of Company Law* (edit. L.S. Sealy y Barry A.K. Rider), Kluwer Law International, Londres, pp. 199 - 215.

- (1999): *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Nueva York.

FERRARA, Francesco (1966): *Il Fallimento*, Giuffrè, Milán.

FERRARA jr., Francesco y BORGIOLI, Alessandro (1995): *Il Fallimento*, Giuffrè, Milán.

FERRÉ FALCÓN, Juan (2006): *Los Créditos Subordinados*, Thomson Civitas, Cizur Menor.

FERRÉ FALCÓN, Juan y WERNER, Norman (2009): “La reforma societaria y concursal en Alemania (Especial referencia a la modificación del régimen de los préstamos de los socios)”, *ADCo*, No. 16, pp. 223 – 244.

FERRI jr., Giuseppe (2004): “In tema di postergazione legale”, *Rivista del Diritto Commerciale*, No. 102, Parte 1-2, pp. 969 – 1.000.

FINCH, Vanessa (1999): “Security, insolvency and risk: who pays the price?”, *M.L.R.*, Vol. 62, No. 5, pp. 633 – 670.

- (2000): “Is *pari passu* passé?”, *Insolvency Lawyer*, pp. 194 – 210.

- (2002): *Corporate Insolvency Law*, Cambridge University Press, Cambridge.

- FITZGERALD, Michael (1983): "Pitfalls and alternatives to subordinated loans", *I.F.L.R.*, No. 2, pp. 17 – 20.
- FLETCHER, Ian (2002): *The Law of Insolvency*, Sweet & Maxwell, Londres.
- FLORENSA I TOMÁS, Carles Enric (1996): *La Condonación de la Deuda en el Código Civil*, Civitas, Madrid.
- FLUME, Werner (1998): *El Negocio Jurídico* (traducc. José María Miquel González y Esther Gómez Calle), Fundación Cultural del Notariado, Madrid.
- FRADEJAS RUEDA, Olga María (1994): "Créditos participativos", en AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero*, T. II, Vol. I, (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez-Simancas Sánchez), Civitas, Madrid, pp. 331 – 355.
- FROST, Christopher W. (1997): "Asset securitization and corporate risk allocation", *Tul. L. Rev.*, No. 72, pp. 101 - 157.
- FUENTESECA, Cristina (2003): *La Condonación de Deudas*, Editoriales de Derecho Reunidas, Madrid.
- GABALDÓN GARCÍA, José Luis y RUIZ SOROA, José María (2006): *Manual de Derecho de la Navegación Marítima*, Marcial Pons, Madrid.
- GALLAGHER, J. James (1968): "Legal aspects of commercial bank issuance of subordinated debt", *Bank. Law J.*, No. 85, pp. 851 – 903.
- GARCÍA AMIGO, Manuel (1969): *Condiciones Generales de los Contratos (Civiles y Mercantiles)*, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid.
- GARCÍA - CRUCES GONZÁLEZ, José Antonio (1995): "La sociedad nula", *RDM*, No. 218, pp. 1.339 – 1.389.
- (2008): "La clasificación de los créditos en los que un tercero disfrute de fianza prestada por una "persona especialmente relacionada con el concursado"", *RDBB*, No. 109, pp. 7 – 29.
 - (2009): *La Reforma de la Ley Concursal. Una primera Lectura del Real Decreto-ley 3/2009* (autores, José Antonio García – Cruces González y Javier López Sánchez), Thomson Reuters, Cizur Menor.
 - (2009): "Presupuestos y finalidad de la acción de reintegración en el concurso de acreedores", en AA.VV., *La Reintegración en el Concurso de*

Acreedores (dir. José Antonio García – Cruces González), Thomson Reuters, Cizur Menor, pp. 27 – 58.

GARCÍA DEL CORRAL, Ildefonso L. (1895): *Cuerpo del Derecho Civil Romano*, Segunda parte (Código), T. V, Jaime Molinas, Barcelona.

GARCÍA GOYENA, Francisco (1852): *Concordancias, Motivos y Comentarios del Código Civil Español* (reproducción de los facsímiles impresos por Imprenta de la Sociedad Tipográfica Editorial, Madrid, en el año 1973), Base, Barcelona.

GARCÍA MANDALONIZ, Marta (2003): “Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación”, *RDM*, No. 247, pp. 279 - 314.

GARCÍA MARTÍNEZ, Roberto (1984): “Principios de Derecho concursal: la igualdad de acreedores”, *Diario La Ley*, No. 3, pp. 881 - 891.

GARCÍA VICENTE, JOSÉ RAMÓN (2004): “Artículo 61”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez-Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, pp. 669 - 706.

- (2006): *La Prenda de Créditos*, Thomson Civitas, Cizur Menor.

GARCÍA VILLAVERDE, Rafael (1992): “Créditos participativos”, en AA.VV., *Contratos Bancarios* (coord. Rafael Bonardell Lenzano), Civitas, Madrid, pp. 193 – 223.

- (1997): “Créditos participativos”, *RdS*, No. 9, 1997, pp. 13 – 24.

GARRIDO, José María (1999): *Garantías Reales, Privilegios y Par Condicio: Un Ensayo de Análisis Funcional*, Centro de Estudios Registrales, Madrid.

- (2000): *Tratado de las Preferencias del Crédito*, Civitas, Madrid.

- (2003): “La graduación de créditos”, en AA.VV., *La Reforma de la Legislación Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández- Río), Marcial Pons, Madrid, pp. 225 – 245.

- (2004): “Artículo 92: Créditos subordinados”, en AA.VV., *Comentarios de la Ley Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río y Emilio Beltrán, coord. Ana Belén Campuzano), Civitas, Madrid, pp. 1.658 – 1.668.

- (2006): “Cancelación de garantías de los créditos subordinados”, *ADCo*, No. 8, pp. 611 - 617.

GAUGHAN, Patrick (1991): *Mergers & Acquisitions*, Harper Collins Publishers, Nueva York.

- GHESTIN, Jacques (1994): *Traité de Droit Civil, Introduction Générale*, Cuarta edición, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, París.
- GIL RODRÍGUEZ, Jacinto (1995): "Eficacia de las normas jurídicas", en AA.VV., *Manual de Derecho Civil*, T.I., Marcial Pons, Madrid, pp. 69 – 103.
- GILMORE, Grant (1999): *Security Interest in Personal Property*, The Law Book Exchange, Union (New Jersey).
- GIRÓN TENA, José (1952): *Derecho de Sociedades Anónimas*, Publicaciones de los Seminarios de la Facultad de Derecho, Valladolid.
- GOLIN, Reuben (1961): "Debt subordination as a working tool", *N.Y.L.F.*, No. 7, pp. 370 – 379.
- GÓMEZ - JORDANA, Iñigo (1991): "Financiaciones subordinadas en Derecho español", *RDBB*, Año No. 11, No. 42, pp. 385 - 420.
- (1993): "Concurrencia y prelación de créditos", *CDC*, No. 12, pp. 197 – 216.
- GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, María Belén (2005): "La subordinación concursal de los créditos del socio único contra la sociedad unipersonal", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, pp. 3.691 – 3.705.
- GONZÁLEZ GOZALO, Alfonso (2004): "Título V – Capítulo I", en *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Rodrigo Bercovitz Rodríguez – Cano), Vol. 1, Tecnos, Madrid, pp. 1.125 – 1.192.
- GONZÁLEZ VÁZQUEZ, José Carlos (1994): "Régimen común a las entidades de crédito", en AA.VV., *Derecho del Mercado Financiero*, Vol. 1 (dir. Alberto Alonso Ureba y Julián Martínez - Simancas y Sánchez), pp. 31 – 73.
- GONZÁLEZ Y MARTÍNEZ, Jerónimo (1931): *Principios Hipotecarios*, Asociación de Registradores de la Propiedad, Madrid.
- GOODE, Roy (1990): *Principles of Corporate Insolvency Law*, Queen Mary and Westfield Collage (University of London), Centre for Commercial Law Studies, Sweet and Maxwell, Londres.
- (2003): *Legal Problems of Credit and Security*, Thomson Sweet & Maxwell, Londres.

- GOZALO LÓPEZ, Vicente (1995): "Texto de la ordenanza alemana de insolvencia [Insolvenzordnung (InsO)] de 5 de octubre de 1994", *RDM*, No. 216, pp. 561 – 679.
- (2004): "Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto", en AA.VV., *Comentarios de la Ley Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río y Emilio Beltrán, coord. Ana Belén Campuzano), Thomson Civitas, Madrid, pp. 2.097 – 2.103.
- GRAHAM, Alastair y COYLE, Brian (1998): *Venture Capitals and Buy-Outs*, Fitzroy Dearborn, Chicago.
- GROPP, Reint, VESALA, Jukka y VULPES, Giuseppe (2002): "Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility", *Working Paper No. 150*, European Central Bank, junio, pp. 306 – 347.
- GUASCH MARTORELL, Rafael (1999): "La doctrina de la infracapitalización: aproximación conceptual a la infracapitalización de las sociedades", *RDM*, No. 234, pp. 1.489 – 1.514.
- (2004): "El régimen concursal de los préstamos de socios", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, Vol. 4, pp. 3.709 – 3.729.
- GUILARTE GUTIÉRREZ, Vicente (2004): "Artículos 92.1º a 4º y 6º", en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juan Sánchez-Calero y Vicente Guilarte Gutiérrez), T. II, Lex Nova, Valladolid, pp. 2.027 – 2.052.
- GUILARTE MARTÍN-CALERO, Cristina (2009): "Refinanciación de deuda y perjuicio patrimonial (Un apunte crítico de la sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 1 de Madrid de 21 de mayo de 2007)", *RDCP*, No. 10, pp. 295 - 300.
- GULLÓN BALLESTEROS, Antonio (1962): *La Prelación de Créditos en el Código Civil*, Bosch, Barcelona.
- (2000): "Artículo 6º", en AA.VV. *Comentarios al Código Civil* (coord. Ignacio Sierra Gil de la Cuesta), Bosch, Barcelona, pp. 386 – 394.
- HADDING, Walther (1983): "Il problema dei fondi propri nell'ordinamento creditizio della Germania Federale e dell'Austria", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 111 – 135.

- HALEN, Philip (1984): "El Derecho concursal en Alemania", en AA.VV., *Crisis Económica y Derecho Concursal*, Consejo General de Colegios de Economistas de España, Madrid, pp. 13 – 30.
- HANCOCK, Diane y KWAST, Myron: *Using subordinated debt to monitor bank holding companies: is it feasible?*, Department of Commerce, Federal Reserve. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200122/200122abs.html> (consultada el 20 de junio de 2010).
- HEILESON, Marvin D. y HIRSCH, Morris W. (1982): "Private subordination agreement and the U.C.C.: Is section 1-209 an un-wyse solution?", *Bus. Law.*, No. 38, pp. 555 – 571.
- HENSON, Ray David (1966): "Subordination and bankruptcy: Some current problems", *Bus. Law.*, No. 21, pp. 763 – 772.
- HERNÁNDEZ GIL, Antonio (1983): *Derecho de Obligaciones*, CEURA, Madrid.
- HESS, Harald (2001): *Kommentar zur Insolvenzordnung mit EGIInsO*, Müller, Heidelberg.
- HUDSON, Jeffrey R., MEARS, Patrick E. y GOTLIEB, Julia A. (1993): "Revisiting the outer fringes: contractual subordinations in dual bankruptcy cases", *Com. Law J.*, No. 94, pp. 417 – 451.
- HUNN, Paul H. (1990): "Subordinated debt: Implications for senior creditors", *Commer. Lend. Rev.*, No. 5.2, pp. 32- 37.
- IGLESIAS PRADA, Juan Luis y VAQUERIZO ALONSO, Alberto (2004): "Sobre la subordinación legal en el concurso de los créditos pertenecientes a las personas especialmente relacionadas con el deudor", *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, pp. 3.731 – 3.757.
- JACKSON, Thomas H. (1986): *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Estados Unidos de América.
- JACKSON, Thomas H. y KRONMAN, Anthony T. (1979): "Secured financing and priorities among creditors", *Y.L.J.*, Vol. 88, No. 6, pp. 1.143 – 1.182.
- JACKSON, Thomas H. y SCOTT, Robert E. (1989): "On the nature of bankruptcy: An essay on bankruptcy sharing and the creditors' bargain", *Va. L. Rev.*, Vol. 75, No. 2, Symposium on the Law and Economics of Bargaining, pp. 155 - 204.
- JACQUEMONT, André (2009): *Droit des Entreprises en Difficulté*, Lexis Nexis, París.

- JAEGER, Pier Giulio (1984): "Par condicio creditorum", *Giur. Comm.*, No. 11, pp. 88 - 106.
- JESSUP, Paul F. y BOCHNAK, Mary (1976): "Why not deregulate bank debt capital?", *Financial Management*, Vol. 5, No. 4, pp. 65-67.
- JIMÉNEZ HORWITZ, Margarita (2007): "La renuncia de derechos y la buena fe contractual en el ámbito de las normas imperativas de protección", *ADC*, Vol. 60, No. 2, pp. 513 - 552.
- JOHNSON, Robert W. (1955): "Subordinated debentures: Debt that serves as equity", *The Journal of Finance*, Vol. 10, No. 1, pp. 1 - 16.
- JOHNSTON, Bruce (1991): "Contractual debt subordination and legislative reform", *J. Bus. L.*, mayo, pp. 225 - 244.
- KEAY, Andrew y WALTON, Peter (2003): *Insolvency Law: Corporate and Personal*, Pearson Longman, Essex.
- KIRCHHOF, Hans - Pieter (2001): *Münchener Kommentar Insolvenzordnung*, Beck, München.
- KRAVITZ, David (1992): "The outer fringes of Chapter 11: Nonconsenting senior lenders' rights under subordination agreements in bankruptcy", *Mich. L. Rev.*, Vol. 91, No. 2, pp. 281-317.
- LACRUZ BERDEJO, José Luis (2005): *Elementos de Derecho Civil. Parte General: Derecho Subjetivo y Negocio Jurídico*, revisada y puesta al día por Jesús Delgado Echeverría (reimpresión de 2002), Vol. III, Dykinson, Madrid.
- (2007): *Elementos de Derecho Civil. Derecho de Obligaciones*, Vol. I, Cuarta edición, revisada y puesta al día por Francisco Rivera Hernández, Dykinson, Madrid.
- LAMANDINI, Marco (1991): "Perpetual notes e titoli obbligazionati a lunga o lunghissima scadenza", *BBTC*, No. 44, Parte I, pp. 606 - 635.
- LARENZ, Karl (1985): *Derecho Justo: Fundamentos de Ética Jurídica* (traducc. de Luis Díez-Picazo), Civitas, Madrid.
- LE BRUN, Jean (1998): "El marco jurídico anterior a las crisis bancarias", en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, pp. 39 - 46.
- LEIBY, Adrian C. (1967): "Enforcement and the UCC", *Bus. Law.*, No. 23, pp. 57- 66.

- LEMMA, Valerio (2007): "Mezzanine finance: nuova generazione di prestito subordinato?", *BBTC*, No. 60, pp. 93 - 106.
- LLEBOT MAJÓ, Josep-Oriol (2000): *Las Garantías en los Procedimientos Concursales*, Civitas, Madrid.
- LONGHOFER, Stanley D. y PETERS, Stephen R. (2004): "Protection from whom? Creditor conflict and bankruptcy", *Am. L. & Econ. Rev.*, No. 6, pp. 249 - 284.
- LOPES, James L. (1980): "Contractual subordinations and bankruptcy", *Bank. Law J.*, No. 97, pp. 201 - 235.
- LÓPEZ APARCERO, Antonio (2006): *Doctrina Judicial Sistematizada sobre la Ley Concursal*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- LÓPEZ - BARAJAS PEREA, Inmaculada y GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio (2004): "Especialidades el concurso de las entidades financieras tras la nueva Ley concursal", *RDM*, No. 254, pp. 1.543 - 1.578.
- LÓPEZ ORTEGA, Raquel (2004): "La compensación en el concurso", en AA.VV., *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. III, Marcial Pons, Madrid, pp. 2.842 - 2.869.
- LÓPEZ PELÁEZ, Patricia (2001): *Los Créditos Preferentes en el Derecho Español*, Trivium, Madrid.
- LORA - TAMAYO RODRÍGUEZ, Isidoro (1994): "Los principios hipotecarios de rogación, legalidad, prioridad y tracto", en AA.VV., *Derecho Hipotecario* (dir. Juan Bolás Alfonso), Consejo General del Poder Judicial, Madrid, pp. 85 - 138.
- LOWN, Cara S., PERISTANI, Stavros y ROBINSON, Kenneth J. (2001): "Capital regulation and depository institutions", en AA.VV., *Restructuring Regulation and Financial Institutions* (edit. James R. Barth, Dan Brumbaugh Jr. y Glenn Yago), Klower Academic Publishers, Estados Unidos de América, pp. 41- 70.
- MAC DOUGALL, Bruce (1994): "Subordination agreements", *O.H.L.J.*, No. 32, pp. 225-269.
- MADIGNIER, Anne-Marie (1983) : "Nature juridique des prêts participatifs", en AA.VV., *Prêts Participatifs et Prêts Subordonnés: Un Nouveau Mode de Financement*, Feduci, pp. 77- 88.

- MADRID PARRA, Agustín (2002): "Régimen societario del capital-riesgo (Ley 1/1999)", en *Derecho de Sociedades: Libro Homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. IV, McGraw Hill, Madrid, pp. 4.131- 4.204.
- MAFFEI ALBERTI, Alberto (1970): *Il Danno nella Revocatoria*, CEDAM, Padua.
- (1983): "Nuovi strumenti di finanziamento e liquidazione coatta amministrativa", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, pp. 477 – 493.
 - (2000): *Commentario Brevi alla Legge Fallimentare*, Cedam, Milán.
- MARÍN DE LA BARCENA, Fernando (2010): "Subordinación de créditos de socios y concurso de sociedades de capital", *RDCP*, No. 12, p. 93 – 115.
- MARTÍNEZ RODRÍGUEZ, María Elena (1992): "Sociedades de capital riesgo: una alternativa a las fórmulas tradicionales de financiación", *Anuario Jurídico y Económico Escorialense*, No. 24, pp. 319- 344.
- MARTÍNEZ SANCHIZ, José Ángel (1998): "Préstamos y créditos participativos y subordinados", *AAMN*, T. 28, pp. 135 - 172.
- MARTÍNEZ TAPIA, Ramón (2000): *Igualdad y Razonabilidad en la Justicia Constitucional Española*, Servicio de Publicaciones de la Universidad de Almería, Almería.
- MARTÍN - RETORTILLO BAQUER, Sebastián (1988): "Panorama general de las crisis bancarias", en AA.VV., *Aspectos Jurídicos de las Crisis Bancarias (Respuesta del Ordenamiento Jurídico)*, Gráficas Lorno, Madrid, pp. 17 – 37.
- MASCAREÑAS PÉREZ IÑIGO, Juan (1997): *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, McGraw Hill, Madrid.
- (1998): "Los bonos basura un "viejo" instrumento financiero que goza de buena salud", *Diario Expansión* de fecha 7 de abril de 1998. Recurso electrónico disponible en <http://www.ucm.es/info/jmas/doc/exp1.htm> (consultada el 20 de junio de 2010).
- MASSAGUER FUENTES, José (1994): "La infracapitalización: la postergación legal de los créditos de los socios", en AA.VV., *La Reforma de la Sociedad de Responsabilidad Limitada* (coord. Rafael Bonardell Lenzano, Javier Mejías Gómez y Ubaldo Nieto Carol), Dykinson, Madrid, pp. 941 – 977.

- MATRAY, Luc (1983): "Le principe d'égalité des créanciers dans la jurisprudence récent de la Cour de Cassation", en AA.VV., *Les Créanciers et le Droit de la Faillite*, Emile Bruylant, Bruselas.
- MCCORMACK, Gerard (2008): *Corporate Rescue Law: an Anglo-American Perspective*, Edward Edgar Publishing, Cheltenham.
- MCCORMICK, Roger y CREAMER, Harrier (1987): *Hybrid Corporate Securities*, Sweet & Maxwell, Londres.
- MENDALES, Richard (1991): "The new junkyard of corporate finance: the treatment of junk bonds in bankruptcy", *Wash. L. U. Q.*, No. 69, pp. 1.137 – 1.199.
- MENÉNDEZ, Aurelio y VAQUERIZO ALONSO, Alberto (2007): "Concepto, denominación y carácter mercantil de la sociedad anónima", en AA.VV., *Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles* (dir. Rodrigo Uría, Aurelio Menéndez y Manuel Olivencia), Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 17 – 237.
- MERY BERISSO, Rafael (1958): *Derecho Hipotecario*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.
- MILMAN, David (1991): "Priority rights on corporate insolvency", en AA.VV., *Current Issues in Insolvency Law* (coord. Alison Clarke), Stevens & Sons, Londres, pp. 57 – 85.
- MILMAN, David y DURRANT, Chris (1999): *Corporate Insolvency: Law and Practice*, Sweet & Maxwell, Londres.
- MODIGLIANI, Franco y MILLER Merton H. (1958): "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *A.E.R.*, Vol. 48, No. 3, pp. 261 - 297.
- MOKAL, Rizwaal Jamel (2005): *Corporate Insolvency Law. Theory and Application*, Oxford University Press, Oxford.
- (2007): "Contractarianism, contractualism, and the law of corporate insolvency", *Singapore Journal of Legal Studies*, pp. 51 – 95.
- MONTÉS PENADÉS, Vicente Luis (2004): "El régimen de los créditos subordinados en la Ley Concursal", *ADCo*, No. 1, pp. 49 - 85.
- MORENO QUESADA, Bernardo (1997): "Sobre la exclusión voluntaria de la ley aplicable", *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*, T. LXXIV, pp. 101 - 116.
- NADELMANN, Kurt H. (1947): "Concurrent bankruptcies and creditor equality in the Americas", *U. Pa. L. Rev.*, Vol. 96, No. 2, pp. 171-187.

- NAVARRINI, Humberto (1943): *La Quiebra* (traducc. Francisco Hernández B.), Reus, Madrid.
- NERLICH, Jörg y RÖMERMANN, Volker (2006): “§39”, *Insolvenzordnung Kommentar*, Beck, München.
- OBAY, Lamia (2000): *Financial Innovation in the Banking Industry – the case of Asset Securitization*, Garland Publishing, Nueva York.
- O’CALLAGHAN, Xavier (2001): *Compendio de Derecho Civil*, Editorial de Derecho Reunidas, Madrid.
- ONADO, Marco (1983): “Aspetti economici e tecnici”, en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 75 – 108.
- ORLANDINI, Mauro (2000): *Pactum de Non Petendo e Inesigibilità*, Giuffrè, Milán.
- PAJARDI, Piero (1983): *Manuale di Diritto Fallimentare*, Giuffrè, Milán.
- (1992): *Radici e Ideologie del Fallimento*, Giuffrè, Milán.
- PALÁ LAGUNA, Emilio (1998): “Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico”, *RDBB*, No. 70, pp. 457 – 476.
- PALMA ROGERS, Gabriel (1948): *Legislación de Quiebras*, Editorial Universitaria, Santiago de Chile.
- PAMPILLÓN FERNÁNDEZ, Fernando (2004): *Apuntes de Tendencias del Mercado Financiero Español*, Dykinson, Madrid.
- PANTALEÓN PRIETO, Fernando (1988): “Cesión de créditos”, *ADC*, T. XLI, No. 4, pp. 1.033 – 1.131.
- (2005): “De la clasificación de los créditos”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. Luis Fernández de la Gándara y Manuel Ma. Sánchez Álvarez), Marcial Pons, Madrid, pp. 501- 540.
- PAREJO GAMIR, Roberto (2004): “Financiación privada de la concesión de obra pública”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas*, Thomson Civitas, Madrid, pp. 1.289 - 1.342.
- PARENTE, Ferdinando (1981): *Nuovo Ordine dei Privilegi e Autonomia Privata*, Jovene Napoli, Nápoles.

- PASCUAL ESTIVILL, Luis (1986): *El Pago*, Bosch, Barcelona.
- PATTI, Adriano (2003): *I Privilegi*, Giuffrè, Milán.
- PAVONE LA ROSA, Antonio (1983): "Títulos «atípicos» e libertad de emisión en el ámbito de las estructuras organizativas de la gran empresa", en AA.VV., *Recapitalización de Bancos e Nuevos Instrumentos de Recurso al Mercado* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 439 – 475.
- PAZ – ARES, Cándido (1983): "Sobre la infracapitalización de las sociedades", *ADC*, T. 36, pp. 1.587 – 1.640.
- PENNINGTON, Robert (1997): *Corporate Insolvency Law*, Butterworths, Londres.
- PEÑA LÓPEZ, Fernando (2005): "Concurrencia y prelación de créditos concursales", en AA.VV., *Estudio de Derecho Concursal* (dir. Agustín Jesús Pérez-Cruz Martín), Tórculo Ediciones, Santiago de Compostela, pp. 497 - 556.
- PERDICES HUETOS, Antonio B. (2005): *Fianza y Concurso. Las Garantías Personales en la Ley Concursal*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- PÉREZ BEVIÁ, José Antonio (2006): "Obligaciones contractuales", en AA.VV., *Lecciones de Derecho Civil Internacional*, Tecnos, Madrid, pp. 248 – 291.
- PÉREZ CONESA, Carmen (1999): *El Contrato a Favor de Tercero*, Comares, Granada.
- PIZZIGATI, Mauro (1977): "Postergazione di credito come garanzia nel concordato fallimentare", *Giur. Comm.*, No.4, Segunda parte, pp. 284 – 290.
- PLANIOL, Marcel y RIPERT, Georges (1945): *Tratado Práctico de Derecho Civil Francés*, Tomo VII, segunda parte (traducc. Mario Díaz Cruz, con la colaboración de Eduardo Le Riverend Brusone), Cultural, La Habana.
- PLATT, Harlan D. (1994): *The First Junk Bond: A Story of Corporate Boom and Bust*, M.E. Sharp, Nueva York.
- PORTALE, Giuseppe, B. (1983): "La recapitalización de las empresas de crédito (problemas e hipótesis)", en AA.VV., *Recapitalización de Bancos e Nuevos Instrumentos de Recurso al Mercado* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffrè, Milán, pp. 5 – 45.
- (1996) "«Préstamos subordinados» e «préstamos irredimibles» (apuntes)", *BBTC*, Vol. 46, parte 1, pp. 1 – 20.

- POU DE AVILÉS, José María (1983): "La renuncia en el Derecho civil español", en AA.VV., *Estudios Jurídicos en Honor al Profesor Octavio Pérez Vitoria*, Bosch, Barcelona, pp. 695 - 742.
- POVEDA, Raimundo (1990): "La reforma de los coeficientes de solvencia", *Papeles de Economía Española*, No. 44, pp. 48 - 72.
- PRIETO ESCUDERO, Miguel (2007): "Crítica a los privilegios del crédito fuera del concurso de acreedores", *AC*, No. 2, pp. 133 - 151.
- PRIETO SANCHÍS, Luis (1998): *Ley, Principios, Derechos*, Dykinson, Madrid.
- PROVINCIALI, Renzo (1958): *Tratado de Derecho de Quiebras* (traducc. José Antonio Ramírez López), T. I., AHR, Barcelona.
- (1977): *Instituzioni di Diritto Fallimentari*, CEDAM, Padua.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro (1971): *Curso de Derecho de Quiebras*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (1999): *Derecho Concursal. El Juicio de Quiebra*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.
- PUIG BRUTAU, José (1989): *Fundamentos de Derecho Civil*, T. Preliminar, Segunda edición, Bosch, Barcelona.
- PULGAR EZQUERRA, Juana (2004): "Artículo 100", en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juana Pulgar Ezquerra, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), T.I., Dykinson, Madrid, pp. 1.016 - 1.047.
- (2005): *La Declaración del Concurso de Acreedores*, La Ley, Madrid.
 - (2006): "Licitud y temporalidad de los acuerdos amistosos extrajudiciales: Riesgos para los intervinientes en un eventual concurso", *RDCP*, No. 5, pp. 25 - 64.
 - (2009a): "Protección de las refinanciaciones de deuda frente a las solicitudes de concurso necesario: sobreseimiento en los pagos y comunicación *ex art.* 5.3 LC en el marco del RDL 3/2009", *RDCP*, No. 11, pp. 45 - 57.
 - (2009b): "Estrategias preconcursales y refinanciaciones de deuda: escudos protectores en el marco del RDL 3/2009", en AA.VV.,

Implicaciones Financieras de la Ley Concursal (dir. Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerria), La Ley, Madrid, pp. 49 – 134.

QUIJANO GONZÁLEZ, Jesús (2003): “La junta de acreedores en el nuevo derecho concursal español”, en AA.VV., *Derecho Concursal (Estudio Sistemático de la Ley 22/2003 y de la Ley 8/2003 para la Reforma Concursal)* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerria), Dilex, Madrid, pp. 235 – 273.

- (2004): “Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto”, en AA.VV., *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juana Pulgar Ezquerria, Alberto Alonso Ureba, Carmen Alonso Ledesma y Guillermo Alcover Garau), Dykinson, Madrid, pp. 1.159 – 1.166.

QUINTANA, Ignacio (1987): “El Capital Social”, en AA.VV., *La Reforma de la Ley de Sociedades Anónimas* (dir. Ángel Rojo Fernández - Río), Civitas, Madrid, pp. 105 – 122.

RAGUSA MAGGIORE, Giuseppe (1968): *Il Sistema dei Privilegi nel Fallimento*, Giuffrè, Milán.

RAMIREZ, José Antonio (1998): *La Quiebra*, T. I, Bosch, Barcelona.

RASMUSSEN, Robert K. (1992): “Debtor’s choice: A menu approach to corporate bankruptcy”, *Tex. L. Rev.*, No. 77, pp. 51 – 121.

RETOUT, Jean - Paul (1995): *Les Titres Subordonnés*, Economica, París.

RINGWOOD, Richard (1930): *Principles of Bankruptcy Law*, Sweet & Maxwell, Londres.

RIPERT, Georges (1973): *Traité Élémentaire de Droit Commercial*, T. II, Séptima edición puesta al día por René Roblot, Libraire Générale de Droit et de Jurisprudence, París.

RIVAS TORRALBA, Rafael (2000): “Preferencia de cobro y rango hipotecario”, en AA.VV., *Preferencia del Crédito*, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, pp. 491 – 553.

RIVERO HERNÁNDEZ, Francisco (2000): “Artículo 6: Exclusión voluntaria de la ley y renuncia de derechos”, en AA.VV., *Comentarios al Código Civil*, T. I., Título Preliminar (coord. Joaquín Rams Albesa), J.M. Bosch Editor, Barcelona, pp. 182 – 185.

RIZZI, Joseph (1990): “Current developments in the subordinated debt market: A senior lender’s view”, *Commer. Lend. Rev.*, No. 5.4, pp. 28 – 33.

- ROCA SASTRE, Ramón, ROCA-SASTRE Muncunill, Luis y BERNÀ I XIRGO, Joan (2009): *Derecho Hipotecario*, Novena edición, Bosch, Barcelona.
- ROCCO, Alfredo (1962): *Il Fallimento. Teoria Generale e Origine Storica*, Giuffrè, Milán.
- RODRÍGUEZ OTERO, Lino (2003): *Elementos de Derecho Hipotecario*, T. I., Segunda edición, Difusa, Madrid.
- RODRÍGUEZ - PIÑERO, Miguel y FERNÁNDEZ LÓPEZ, María Fernanda (1986): *Igualdad y Discriminación*, Tecnos, Madrid.
- RODRÍGUEZ SANTOS, Javier y NADAL JIMÉNEZ, Belén (1997): "Los préstamos participativos (análisis del artículo 20 del Real Decreto – Ley 7/1996, de 7 de junio)", *CT*, No. 82 – 83, pp. 261 – 272.
- ROGEL VIDE, Carlos (2006): "Cuestiones en torno a la concurrencia y prelación de créditos en la nueva Ley concursal española", en AA.VV., *Libro Homenaje al profesor Manuel Amorós Guardiola*, Centro de Estudios, Madrid, pp. 627 – 642.
- ROGERS, James S. (1983): "The impairment of secured creditor's right in reorganization", A Study of the Relationship between the Fifth Amendment and the Bankruptcy Clause", *H.L.R.*, Vol. 93, No. 5, pp. 973 – 1.031.
- ROJO AJURIA, Luis (1992): *La Compensación como Garantía*, Civitas, Madrid.
- ROJO FERNÁNDEZ - RÍO, Ángel (1982a): "El estado de crisis económica", en AA.VV., *La Reforma del Derecho de Quiebras: Jornadas sobre la Reforma del Derecho Concursal*, Civitas, Madrid, pp. 121 – 185.
- (1982b): "Crisis de la empresa y procedimientos concursales", *AAMN*, No. 23, pp. 251 – 280.
 - (2003): "La reforma del Derecho concursal", en AA.VV., *La Reforma del Derecho Concursal* (dir. Ángel Rojo Fernández-Río), Marcial Pons, Madrid, pp. 87 – 130.
 - (2007a): "La reforma del Derecho concursal italiano y el Derecho Concursal español (un apunte de Derecho comparado desde una perspectiva española)", *ADCo*, No. 11, pp. 315 – 340.
 - (2007b): "El Derecho concursal", en AA.VV., *Curso de Derecho Mercantil*, T. II, Thomson Civitas, Cizur Menor, pp. 895 – 910.
 - (2007c): "La pérdida del derecho a voto en caso de adquisición de crédito concursal", *ADCo*, No. 12, pp. 7- 32.

- ROMÁN RODRÍGUEZ, Juan Pablo (2001a): “Evolución histórica de las empresas en crisis”, en AA.VV., *Salvamento de las Empresas en Crisis*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, pp. 13 – 55.
- (2001b): “Los fines del Derecho concursal”, en AA.VV., *Salvamento de las Empresas en Crisis*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile, pp. 71 – 100.
 - (2004): *Instituciones de Derecho Concursal: Causales de Quiebra y la Sentencia de Quiebra*, Lexis Nexis, Santiago de Chile.
- RUBIO GARRIDO Tomás (1994): *La Propiedad Inmueble y el Mercado Hipotecario*, Montecorvo, Madrid.
- (1997): *La Subrogación por Pago. Régimen Jurídico y Supuestos Prácticos de Aplicación*, McGraw Hill, Madrid.
- RUBIO VICENTE, Pedro J. (2008): “Concesión abusiva de crédito y concurso”, *RDCP*, No. 8, pp. 247 - 274.
- RUSCELLO, Francesco (1976): “Pactum de non petendo e vicenda modificativa del rapporto obbligatorio”, *RDCiv*, Año XXII, Segunda parte, pp. 198 – 212.
- RYAN Jr., Reade H. (1998): “The subordinated world of junk bonds”, *Bank. Law J.*, Vol. 105, No. 1, pp. 4 – 18.
- SÁNCHEZ – CALERO, Juan (2010): “Refinanciación y reintegración concursal”, *ADCo*, No. 20, pp. 9 - 38.
- SÁNCHEZ CALERO, Fernando (1991): “La sociedad nula”, en AA.VV., *Derecho de las Sociedades Anónimas* (coord. Alberto Alonso Ureba, Justino Duque Domínguez, Gaudencio Esteban Velasco, Rafael García Villaverde y Fernando Sánchez Calero), Civitas, Madrid, pp. 1.009 – 1.030.
- (1994): “Insuficiencia del capital social y postergación legal de créditos”, *AAMN*, No. 34, pp. 141 – 168.
- SANCHO REBULLIDA, Francisco de Asís (1978): “Naturaleza jurídica de la condonación”, en *Estudios de Derecho Civil I*, Eunsa, Pamplona.
- SANDOVAL LÓPEZ, Ricardo (2007): *Derecho Comercial. La Insolvencia de la Empresa. Derecho Concursal: Quiebras, Convenios y Cesiones de Bienes*, T. IV, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.

- SANZ FERNÁNDEZ, Ángel (1953): *Instituciones de Derecho Hipotecario*, Reus, Madrid.
- SAPPIDDEM, Razeen (2004): "The regulation of credit, market and operational risk management under the Basel accord", *J. Bus. L.*, No. 1, pp. 59 – 93.
- SARMIENTO RAMOS, Juan (2007): *Concurrencia y Prelación de Créditos en Caso de Ejecución Singular según el Proyecto de Ley de 21 de Julio de 2006*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- SASTRE PAPIOL, Sebastián (2004): "Artículo 92", en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (coord. J.M. Sagreda Tizón, A. Sala Reixachs y A. Ferrer Barriendos), Bosch, Barcelona, pp. 1.130 – 1.139.
- (2005): "Los créditos subordinados", en *Estudios sobre la Ley Concursal: Libro Homenaje a Manuel Olivencia*, T. IV, Marcial Pons, Madrid, pp. 3.913 - 3.933.
- SATTA, Salvatore (1951): *Instituciones del Derecho de Quiebra* (traducc. Rodolfo O. Fontanarrosa), Ediciones Jurídicas Europa – América, Buenos Aires.
- SCHLESINGER, Piero (1995): "L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore", *RDProc*, Año L, No. 2, pp. 319 – 330.
- SCHMIDT, Karsten (2002): "Fundamentos del nuevo Derecho concursal alemán", en AA.VV., *Estudios sobre el Anteproyecto de Ley Concursal de 2001* (dir. Rafael García Villaverde, Alberto Alonso Ureba y Juana Pulgar Ezquerra), Dilex, Madrid, pp. 15 – 39.
- SCHNEBEL, Debra L. (2001): "Intercreditor and subordination agreements - A practical guide", *Bank. Law J.*, No. 118, pp. 48 – 62.
- SCHNEIDER, Uwe S. (1983): "Finanziamenti subordinati come capitale proprio a fine di vigilanza negli Stati Uniti", en AA.VV., *Ricapitalizzazione delle Banche e Nuovi Strumenti di Ricorso al Mercato* (dir. Giuseppe B. Portale), Giuffré, Milán, pp. 245 – 259.
- SCHWARCZ, Steven (1999): "Rethinking freedom of contract: A bankruptcy paradigm", *Tex. L. Rev.*, No. 77, pp. 515 – 604.
- SCHWARTZ, Alan (1989): "A theory of loan priorities", *J. Legal Stud.*, Vol. 18, No. 2, pp. 209 – 261.
- (1997): "A contract theory approach to business bankruptcy", *Y.L.J.*, No. 107, pp. 1.807 – 1.851.

- SCOTT JOHNSTON, Jason (1990): "Strategic bargaining and economic theory of contract default rules", *Y.L.J.*, No. 100.3, pp. 615- 664.
- SEBASTIÁN QUETGLAS, Rafael (1991): "Financiaciones subordinadas", *CDC*, No. 9, pp. 145 – 172.
- (2008): "La subordinación de los créditos de las personas jurídicas", *ADCo*, No. 15, pp. 69 – 122.
- SERNA MEROÑO, Encarna (1987): "Comentarios a la Sentencia de 14 de septiembre de 1987", *CCJC*, No. 15, pp. 4.993 – 5.003.
- SIMEON, Massimo (2007): "La postergazione dei finanziamenti dei soci nella S.p.A.", *Giur. Comm.*, No. 34, Primera parte, pp. 69 - 101.
- SIRONI, Andrea: *An Analysis of European Banks SND Issues and its Implications for the Design of a Mandatory Subordinated Debt Policy*, US Department of Commerce, Federal Reserve. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200041/200041abs.html> (consultada el 20 de junio de 2010).
- *Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues*, US Department of Commerce, Federal Reserve. Disponible en: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200040/200040abs.html> (consultada el 20 de junio de 2010).
- SOMARRIVA UNDURRAGA, Manuel (1943): *Tratado de las Cauciones*, Editorial Nascimento, Santiago de Chile.
- SUÁREZ BLAVIA, Ana (2004): *El Concurso de Acreedores*, Cedecs, Barcelona.
- SUÁREZ SUÁREZ, Andrés S. (1991): *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiamiento de la Empresa*, Pirámide, Madrid.
- TALMOR, Eli (1980): "A normative approach to bank capital adequacy", *J.F.Q.A.*, Vol. 15, No. 4, pp. 785 - 811.
- TAPIA HERMIDA, Alberto Javier (1991): "La financiación externa de las cajas de ahorro, en particular las obligaciones subordinadas y las cuotas participativas", *RDBB*, No. 43, pp. 687 – 743.

- (2003): “Las cuotas participativas de las cajas de ahorro”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero* (Fernando Sánchez Calero y Juan Sánchez – Calero Guilarte), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 437 – 505.
- TARZIA, Giuseppe (2005): “Par aut dispar condicio creditorum?”, *RDPProc*, Año LX, pp. 1 – 14.
- THALLER, Edmond (1887): *Des Faillites en Droit Comparé*, T. II, A. Rousseau, París.
- TIRADO MARTÍ, Ignacio (2009): “Reflexiones sobre el concepto de «interés concursal» (Ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores)”, *ADC*, Vol. LXII, No. 3, pp. 1.055 – 1.107.
- TOMILLO URBINA, Jorge Luis (1996): *El Vencimiento Anticipado de las Deudas en la Quiebra*, Civitas, Madrid.
- TORRUBIA CHALMETA, Blanca (2004): “Artículo 122 – Acreedores sin derecho a voto”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (dir. Faustino Cordón Moreno), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 886 – 889.
- UGARTE GODOY, José Joaquín (2005): “Sobre la posibilidad de pactar que una obligación tenga el carácter de subordinada en el Derecho chileno”, en AA.VV., *Estudios de Derecho Civil: Código y Dogmática en el Sesquicentenario de la Promulgación del Código Civil. Jornadas Nacionales de Derecho Civil, Valdivia, 2005* (coord. Juan Andrés Varas Braun y Susan Turner Saelzer), Lexis Nexis, Santiago de Chile, pp. 373 – 389.
- UYEMURA, Dennis G. y VAN DEVENTER, Donald R. (1993): *Financial Risk Management in Banking*, Bankline, Estados Unidos de América.
- VALCARCEL FERNÁNDEZ, Patricia (2006): *Ejecución y Financiación de Obras Públicas. Estudio de la Obra Pública como Institución Jurídico-Administrativa*, Thomson Civitas, Cizur Menor.
- VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo (2004): “Artículo 92 – créditos subordinados”, en AA.VV., *Comentarios a la Ley Concursal* (dir. Faustino Cordón Moreno), Thomson Aranzadi, Cizur Menor, pp. 730 – 739.
- VAN HORNE, James C. (1997): *Administración Financiera* (traducc. María del Carmen Paniagua Gómez de Reyes), Pearson Educación, México.
- VANONI, Silvia (2000): *I Crediti Subordinati*, Giappichelli, Turín.

- (2009): “Mezzanine finance”, *pendiente de publicación* (texto dispuesto por cortesía de la autora).
- VAÑÓ VAÑÓ, María José (2002): *El Contrato de Project Finance*, Tirant Lo Blanch, Valencia.
- VARGAS VARGAS, Manuel (1949): *Tratado de la Acción Pauliana Concursal*, T. I y II, Ediar, Santiago de Chile.
- VEIGA COPO, Abel (2006): “Los créditos subordinados en la Ley concursal”, *RDBB*, Año 25, No. 102, pp. 9 - 69.
- (2009): *La Verificación de Créditos en el Concurso*, Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor.
- VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio (2004): “De la fase de convenio: artículo 100”, en *Comentarios a la Legislación Concursal* (dir. Juan Sánchez- Calero y Vicente Guilarte Gutiérrez), T. III, Lex Nova, Valladolid, pp. 2.117 – 2.177.
- VERDERA SERVER, Rafael (1999): *La Hipoteca a Favor de dos o más Acreedores*, Tirant Lo Blanch, Valencia.
- VILLORRIA RIVERA, Íñigo (2008): “El mito de la par conditio creditorum”, *RDGP*, No. 9, pp. 319 – 326.
- VITO RUSSO, Tommaso (2007): *Il Project Financing*, Edizione Scientifiche Italiani, Nápoles / Roma.
- VON IHERING, Rudolph (1998): *El Espíritu del Derecho Romano en las Diversas Fases de su Desarrollo*, T.I. (traducc. Enrique Príncipe y Satorres, de las ediciones de 1852 - 1865), Comares, Granada.
- WARREN, Elizabeth (1987): “Bankruptcy policy”, *U. Chi. L. Rev.*, Vol. 54, No. 3, pp. 775 – 814.
- WEISTART, John C. (1977): “The costs of bankruptcy”, *Law & Contemp. Probs.*, Vol. 41, No. 4, pp. 107 - 122.
- WESTON, J. Fred y BRIGHAM, Eugene (1987): *Finanzas en Administración traducción* (traducc. Jaime Gómez Mont Araiza), Nueva Editorial Interamericana, México.
- WILLISTON, Samuel (1902): “Contracts for the benefit of a third person”, *H.L.R.*, Vol. 15, No. 10, pp. 769 - 809.

WIMMER, Klaus (2002): *Frankfurter Kommentar zur Insolvenzordnung*, Luchterhand, Neuwied, Kriftel.

WINTER IGUALT, Rodrigo (2007): "Subordinación de créditos", *La Semana Jurídica*, semana del 2 al 8 de julio de 2007, Editorial Lexis-Nexis, Santiago de Chile (recurso electrónico).

WOOD, Phillip R. (1990): *The Law of Subordinated Debt*, Sweet & Maxwell, Londres.

- (1995): *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*, Sweet & Maxwell, Londres.
- (2007): *Principles of International Insolvency Law*, Sweet & Maxwell, Londres.

WRIGHT, Mike *et al* (1991): *Buy-ins and Buy-outs: New Strategies in Corporate Management*, Graham & Trotman, Londres.

WU, Eric Y. (2005): "Basel II: A revised framework", *Annual Review of Banking and Financial Law*, No. 24, pp. 150 - 160.

ZALAUQUETT DAHER, José (1968): *La Causa de la Declaratoria de Quiebra*, Editorial Jurídica, Santiago de Chile.

ZANCADA PEINADO, Fermín (1986): "Los ratios de medición de solvencia, consideración especial de las entidades de depósito y la reciente reforma en España", *Papeles de Economía Española: Suplementos sobre el Sistema Financiero*, No. 13, pp. 5 - 21.

ZINMAN, Robert M. (1994): "Under the spreading bankruptcy: Subordination and the codes", *ABI Law Review*, No. 2, pp. 293 - 333.