

EQUIDAD, GIFTING Y SOCIOS

ADRIÁN THERY MARTÍ

Abogado
Garrigues

JOSÉ MANUEL FARIÑAS PENA

Abogado
Garrigues

Revistas@iustel.com

Revista General de Insolvencias & Reestructuraciones / Journal of Insolvency & Restructuring 16/2025

RESUMEN: El artículo analiza el *gifting* en las reestructuraciones, centrándose en el caso español de Naviera Armas. Esta figura consiste en la cesión voluntaria de parte del valor recibido por acreedores preferentes a favor de socios o acreedores subordinados. La Audiencia Provincial de Las Palmas ha validado esta figura después de apreciar que el Plan supera el test de equidad en la modalidad aplicable a la distribución de valor realizada en virtud del Plan a favor de los acreedores preferentes aceptantes (es decir, la salvaguarda del corolario de la regla de la prioridad absoluta del artículo 655.2.2.º LC) y estimando que la modalidad de la regla de la prioridad absoluta del artículo 655.2.4.º LC ya no resulta aplicable a ulteriores cesiones derivativas que los acreedores preferentes pudieran hacer con su recuperación. La equivalencia civil del *gifting* es pues la del “*res inter alios acta*”, que solo puede impugnarse por terceros en caso de que el acto en cuestión les cause un perjuicio. Perjuicio que quedó descartado en el caso de Naviera Armas una vez que se enjuició que el Plan superaba el corolario de la regla de la prioridad absoluta. En efecto, la superación del corolario de la APR determina que lo recibido (deuda y/o capital) por los acreedores preferentes no ha resultado expropiatorio de ninguna clase de rango inferior. A partir de ahí los acreedores preferentes pueden disponer libremente del objeto de su recuperación, al igual que podrían hacerlo en una liquidación concursal.

PALABRAS CLAVE: plan de reestructuración, *gifting*, socios, cesión derivativa, *res inter alios acta*, test de equidad, corolario de la regla de la prioridad absoluta, valoración de empresa.

FAIRNESS, GIFTING AND SHAREHOLDERS

ABSTRACT: The article analyzes the concept of *gifting* in restructuring processes, focusing on the Spanish case of Naviera Armas. This mechanism consists of the voluntary transfer by senior creditors of a portion of the value they receive in favor of shareholders or subordinated creditors. The Provincial Court of Las Palmas has validated this mechanism after determining that the Plan satisfies the fairness test in the modality applicable to the distribution of value made under the Plan in favor of consenting senior creditors (that is, the safeguard of the corollary to the absolute priority rule set forth in Article 655.2.2.º of the Insolvency Act), and considering that the modality of the absolute priority rule under Article 655.2.4.º of the Insolvency Act is no longer applicable to subsequent derivative transfers that senior creditors may make

with their recoveries. The civil law equivalent of *gifting* is thus that of “res inter alios acta,” which may only be challenged by third parties if the act concerned causes them harm. Such harm was ruled out in the Naviera Armas case once it was determined that the Plan satisfied the corollary to the absolute priority rule. Indeed, compliance with the corollary to the APR means that what is received (debt and/or equity) by senior creditors has not resulted in the expropriation of any lower-ranking class. From that point onward, senior creditors are free to dispose of the object of their recovery, just as they would be entitled to do in a liquidation scenario.

KEYWORDS: Restructuring plan, *gifting*, shareholders, derivative transfer, “res inter alios acta”, fairness test, corollary to the absolute priority rule, enterprise value

TABLA DE CONTENIDOS: I. INTRODUCCIÓN. II. BREVE ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO Y CONCEPTUAL. 1. El valor de reestructuración. 2. La distribución del valor de reestructuración: el test de equidad. 3. Regla de la APR y *gifting*: conceptos diferentes. 4. Excepción a la APR, RPR y *gifting*: conceptos también diferentes. 5. Breve aproximación al *gifting* en el derecho norteamericano. III. ANÁLISIS DEL PRIMER CASO ESPAÑOL. 1. Contexto del caso. 2. Argumentos en contra del *gifting* empleados por los impugnantes. 3. Posición de la Audiencia Provincial; 3.1 En cuanto a la pretendida quiebra de la APR a consecuencia del *gifting*; 3.2. En cuanto al pretendido fraude del ley derivado del *gifting*. IV. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

El término *gifting* (“dádiva” o “regalo”), acuñado por la doctrina norteamericana en materia de reestructuraciones empresariales¹, hace referencia a una práctica en virtud de la cual ciertos acreedores deciden transferir parte del valor de reestructuración a los socios y/o a otros acreedores de rango inferior, frecuentemente vinculados a la propiedad y que por tal motivo ocuparían las últimas posiciones en el orden prelación de pagos concursal. Seguiremos en este artículo la terminología norteamericana, si bien proponemos el empleo de la expresión “*cesión derivativa*” la cual, como veremos, resulta más descriptiva y acorde a la naturaleza jurídica de esta figura.

El *gifting* puede ser una herramienta decisiva para lograr la viabilidad futura de la compañía y el éxito del proceso de reestructuración, en tanto que favorece la continuidad de personas clave para el negocio. Ello puede ocurrir en aquellos casos en los que los socios han participado en la gestión de la compañía y poseen unos conocimientos técnicos y una experiencia difícilmente reemplazable. En el ámbito de las empresas familiares (que representan en torno al 89% de nuestro tejido empresarial) el *gifting* puede contribuir a promover la viabilidad incluso cuando al tiempo de la reestructuración se ha producido ya el relevo generacional y quien ostenta por entonces la propiedad es la segunda generación. En tales casos, la reputación y el buen hacer del antiguo socio fundador puede hacer que la mera perma-

¹ BAIRD, D., “Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy”. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 165, no. 4, marzo 2017.

nencia de su apellido en la compañía, a través de sus descendientes, lleve asociado un valor intrínseco que sea crítico para el desarrollo del negocio².

El lector familiarizado con la nueva regulación de los planes de reestructuración podría llegar a pensar que el objetivo que se pretende conseguir con el *gifting* se puede alcanzar ya invocando el artículo 655.3 TRLC. Este precepto, como veremos, modula la rigidez de la regla de la prioridad absoluta y permite excepcionarla siempre que concurran determinadas circunstancias. Nos referiremos a esta regla como “**APR**”, acrónimo del término norteamericano “*Absolute Priority Rule*” que ha servido de guía al legislador europeo y nacional.

Ciertamente, la excepción del artículo 655.3 TRLC y el *gifting* pueden tener el mismo resultado: evitar que personas clave se desvinculen del negocio. Sin embargo, la forma de alcanzar dicho resultado es radicalmente distinta. Como veremos en el presente artículo, en el primer caso la permanencia del socio se logra a costa del valor de reestructuración a repartir entre los acreedores dentro del dinero (es decir, dado que la distribución del valor es un juego de suma cero, la recuperación de los socios conforme a la excepción del artículo 655.3 TRLC implica una menor recuperación de los acreedores de rango inferior). Mientras que en el *gifting* lo que se le transfiere al socio no es ya valor de reestructuración, sino una parte del patrimonio de los acreedores promotores del plan y, por lo tanto, no implica ninguna menor recuperación de los acreedores de rango inferior: solo una menor recuperación de los propios acreedores cedentes.

El primer plan de reestructuración en España que contempla la figura del *gifting* ha sido el del grupo Naviera Armas (en adelante, el “**Grupo Armas**”). Se trataba de un plan no consensual, que afectaba a varias compañías dentro del grupo y que fue homologado por el Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas mediante auto de 21 de diciembre de 2023. Un reducido número de acreedores impugnó la homologación cuestionando, entre otros aspectos del plan, la legalidad y validez del *gifting*. En opinión de esos acreedores, el *gifting* contravenía la APR, en tanto que a sus créditos (fuera del dinero conforme a la valoración de empresa) se le había aplicado una quita del 100%, mientras que varios miembros de la familia Armas volvería a poseer un 6% del capital social de la matriz del grupo tras la reestructuración.

El 11 de marzo de 2025 la Sección 4.ª de la Audiencia Provincial de Las Palmas dictó la sentencia que desestima todas las impugnaciones presentadas (en adelante, la “**Sentencia**”). Además de pronunciarse sobre el *gifting*, la Sentencia aborda otras cuestiones de alto interés jurídico, confirmando la homologación y extensión de efectos de un plan no consensual “de clase dentro del dinero” ex artículo 639.2 TRLC.

Nos centraremos en esta ocasión en el *gifting* y el análisis del mismo que hace la Sentencia, repasando en primer lugar, de forma somera, el marco

² Aunque el *gifting* es empleado frecuentemente en reestructuraciones de grupos familiares para retener a los socios preexistentes, también puede tener como destinatarios a otros *stakeholders* (v.gr. acreedores junior estratégicos).

normativo y conceptual aplicable, a efectos de facilitar la comprensión del presente artículo.

II. BREVE ANÁLISIS DEL MARCO NORMATIVO Y CONCEPTUAL

1. El valor de reestructuración

Definido en el artículo 639.2 TRLC como “*el valor de empresa en funcionamiento*”, ese valor es la medida de la capacidad de repago del deudor a través del plan. Mientras que en una liquidación se reparte valor en forma de metálico, en una reestructuración se distribuye en forma de valor de empresa³.

Para calcular ese valor, en el ámbito de las finanzas corporativas se recurre habitualmente al método de descuento de flujos de caja (DCF, por sus siglas en inglés). Este método parte de la premisa de que el valor de una compañía es igual al de sus flujos de caja futuros, que son traídos a valor presente mediante una tasa de descuento que refleja el coste de oportunidad del capital y el riesgo asociado a dichos flujos.

El valor de reestructuración, que es determinado por un experto propuesto por el deudor y nombrado por el juzgado competente para homologar el plan, es la clave de bóveda del nuevo sistema. Conociendo el valor de reestructuración podremos determinar las clases de acreedores que están dentro o fuera del dinero, así como la denominada clase fulcro (“*fulcrum class*”), esto es, la clase donde “rompe el valor” y, por tanto, se encuentra sólo parcialmente dentro del dinero⁴.

La importancia de cuantificar el valor de reestructuración es aparente en los planes no consensuales de “clase dentro del dinero” del artículo 639.2 TRLC, como el del Grupo Armas. Para que este tipo planes puedan ser homologados debe acreditarse que al menos una de las clases aceptante

³ THERY MARTI, A. “Planes de reestructuración: equidad sin mayoría y mayoría sin equidad”, *Almacén de Derecho*, 4 de Diciembre de 2024. Disponible en: <https://almacenederecho.org/planes-de-reestructuracion-equidad-sin-mayoria-y-mayoria-sin-equidad>.

⁴ La expresión “clase fulcro”, acuñada en nuestro país por THERY MARTI, A. (“Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 28, primer semestre de 2018, Wolters Kluwer), se emplea comúnmente con el siguiente significado: “*Como vimos en la primera parte, el modelo de la Directiva permite a los Estados miembros afectar a los socios a través del Plan de reestructuración. Entonces los socios constituyen la clase de peor rango que, por tanto, es susceptible de ser barrida de la estructura de capital post-reestructuración en caso de que el valor de la empresa rompa antes de alcanzarla, es decir, en caso de hallarse “fuera del dinero”. Los nuevos instrumentos de capital post-reestructuración serán distribuidos conforme al reparto que acuerden las clases afectadas en un Plan consensual; o bien, en caso de Plan no consensual, y en defecto por tanto de acuerdo entre clases para la distribución de las participaciones, la totalidad de las mismas serán asignadas a la clase en la que rompa el valor (clase denominada “fulcrum security” o clase fulcro), es decir, la clase de mejor rango que no cobre íntegramente sus créditos porque el valor de la empresa o valor de reestructuración no alcance a cubrirlos más que parcialmente.*”

“[habría] *recibido algún pago tras una valoración de la deudora como empresa en funcionamiento*”. Sólo conociendo el valor de reestructuración se podrá justificar si la clase aceptante está o no dentro del dinero y, por tanto, si puede proponer o no la homologación del plan.

En los planes no consensuales de “mayoría de clases” del artículo 639.1 TRLC, aunque de forma quizá no tan intuitiva, el valor de empresa es también un elemento crítico dado que dichos planes quedan igualmente sometidos al test de equidad en caso de ser impugnados por los acreedores o clases disidentes. El hecho de que un plan haya sido aprobado por una holgada mayoría de acreedores, superando incluso los umbrales legalmente previstos, no garantiza ya que el tratamiento dispensado a las clases disidentes sea equitativo. El plan inicialmente homologado podría no desplegar efectos frente a los acreedores disidentes si éstos logran acreditar que dicho plan es inicuo. Y para pronunciarse sobre la equidad del plan los tribunales deben necesariamente conocer el valor de empresa.

2. La distribución del valor de reestructuración: el test de equidad

Una vez determinado el valor de la empresa perteneciente a la sociedad objeto de reestructuración, este valor de reestructuración debe compararse con el valor que podría obtenerse con la liquidación concursal de la compañía. Ese análisis comparativo inicial es el denominado test del interés superior de los acreedores al que se refiere el artículo 654.7.º TRLC (“**BIC**”, acrónimo del término norteamericano “*Best Interest of Creditor*”). Su finalidad es comprobar que el plan ofrece a los acreedores un excedente de reestructuración, entendido como el mayor valor que arroja la reestructuración con respecto a la liquidación.

Superado el test del BIC, los planes no consensuales deben distribuir equitativamente el valor de reestructuración entre las clases de acreedores. La equidad es entendida a estos efectos como el respeto del orden de prelación de pagos en sede concursal. Se trata de un segundo test, no exento de complejidad, inédito en nuestro sistema hasta la introducción de los planes de reestructuración: el denominado *test de equidad*, en el que ahora nos detendremos brevemente.

En primer lugar, cabría preguntarse cuál es motivo de la complejidad del test de equidad si en última instancia de lo que se trata es de seguir la prelación de pagos propia de la liquidación concursal (artículo 623.2 TRLC). La razón es que, por un lado, distribuir valor de empresa en forma de metálico (la propia de la liquidación concursal) es obviamente más sencillo que hacerlo en forma de instrumentos de deuda y/o capital (la más habitual en sede de reestructuración). Por otro lado, en el ámbito de las reestructuraciones (a diferencia de las liquidaciones concursales) la Ley no permite impugnar cualquier error en la valoración de empresa o en la distribución del mismo, sino sólo aquellos que causan un perjuicio efectivo a quien los invoca. Esto es, los errores que hacen que la cuota de recuperación de la clase disidente

impugnante se vea afectada. Y recuérdese que el test de equidad, con sus tres salvaguardas, solo opera en los planes no consensuales y en beneficio de la o las clases disidentes (artículo 655.2 TRLC).

El test de equidad, basado en la valoración de empresa, constituye la piedra de toque del nuevo sistema cuando el plan no es apoyado por todas las clases de acreedores. Las tres salvaguardas o elementos de dicho test, recogidos en los apartados 2 a 4 del artículo 655.2.º TRLC, son los siguientes:

- **El principio de no discriminación injusta entre clases del mismo rango:** a la clase disidente no se le puede imponer un sacrificio económico mayor que a otra clase de su mismo rango. Clases de igual rango pueden ser afectadas de distinta forma, pero el trato debe ser financieramente equivalente (es decir, todas las clases deben percibir una misma recuperación relativa, con un riesgo similar).

Es importante tener presente que puede considerarse injustamente discriminatorio el tratamiento que sufren varios créditos aun cuando su ratio de recuperación no sea sustancialmente distinto. Dicho en otras palabras: cabe distinguir entre el tratamiento inmediato de un crédito (su valor presente, en términos absolutos, o su ratio de recuperación, en términos relativos) y el tratamiento mediato de dicho crédito (las medidas de afectación previstas en el plan y que pueden resultar dispares pese a conducir a un mismo tratamiento mediato).

Veámoslo con un ejemplo. Imaginemos que una clase de créditos ordinarios A por importe de 100 es canjeado mediante el plan por un papel que dispone el pago del 75% sin intereses en seis meses, mientras que otra clase de créditos ordinarios B por importe también de 100 es canjeado por un papel que dispone el pago del 100% al cabo del décimo año con unos intereses tales que, al no retribuir adecuadamente el riesgo del deudor en el tiempo, equiparan el valor presente de ambos grupos de créditos A y B bajo el plan.

Aun cuando en ambos casos el papel que reciben las clases del mismo rango tenga teóricamente el mismo valor presente y la misma ratio de recuperación (o tratamiento inmediato), lo cierto que sendos tratamientos (o tratamientos mediatos) pueden entrañar un perfil de riesgo muy diferente: el segundo tratamiento implica una exposición al riesgo del deudor mucho mayor en el que el primer tratamiento (independientemente de si el plan supera el test de viabilidad del artículo 654.4.º TRLC). Por tanto, la disparidad de tratamientos en supuestos de este tipo también puede llevar aparejada una discriminación injusta⁵.

Por último, debemos recordar que este principio de discriminación injusta no debe ser confundido con el relativo al trato paritario entre créditos de una misma clase (artículo 654.4 TRLC). Los problemas

⁵ THERY, A., "Comentario al artículo 623", en PULGAR, J. (dir.), *Comentario a la Ley Concursal*, 3.ª ed., Wolters Kluwer, 2023.

de trato no paritario representan propiamente un problema de formación de clases y no de equidad.

- **La APR:** El artículo 11.2 de la Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva (la “**Directiva de Reestructuraciones**”) define la APR como una salvaguarda que obliga a *“que los créditos de los acreedores afectados en una categoría de voto disidente sean plenamente satisfechos por medios idénticos o medios equivalentes cuando una categoría de rango inferior haya de percibir cualquier pago o conservar cualquier interés en el marco del plan de reestructuración”*. Al trasponer la Directiva de Reestructuraciones a nuestro derecho, la APR se formula a través del motivo de impugnación del plan previsto en el artículo 655.2.4.º TRLC: *“que la clase que a la que pertenezca el acreedor o acreedores impugnantes vaya a mantener o recibir derechos, acciones o participaciones con un valor inferior al importe de sus créditos si una clase de rango inferior o los socios van a recibir cualquier pago o conservar cualquier derecho, acción o participación en el deudor en virtud del plan de reestructuración”*.

En síntesis, con arreglo a la APR una clase de rango inferior no puede recibir valor de reestructuración en virtud del plan hasta que las clases de rango superior hayan cobrado íntegramente sus respectivos créditos. La aplicación práctica de la APR se puede visualizar como un castillo de copas de champán: las copas de abajo no pueden recibir champán hasta que no se hayan llenado por completo las copas de arriba.

- **El corolario de la APR:** ese corolario, denominado así en el conocido Capítulo 11 (“Chapter 11”) del Código de Quiebras norteamericano, impide que una clase de créditos pueda recibir más del importe nominal de su crédito. Esta salvaguarda actúa, en efecto, a modo de “corolario” pues de no existir la misma, la aplicación de la APR podría dar lugar a que la clase de mayor rango pudiese directamente quedarse con todo el valor de reestructuración (por encima del valor de sus créditos) a costa de las clases de rango inferior. Siguiendo el símil anterior, con el corolario de la APR lo que se evita es que el nivel superior de las copas del castillo pueda recibir más champán del que cabe en cada una de sus copas, permaneciendo vacías las copas del nivel inmediatamente inferior.

3. Regla de la APR y *gifting*: conceptos diferentes

Como hemos visto, la APR evalúa si la distribución de valor de reestructuración bajo el plan es justa y equitativa o si, por el contrario, conlleva una expropiación injustificada de valor en perjuicio de las clases inferiores disidentes. Advuértase que la distribución de valor relevante a efectos de la APR no es cualquier distribución de valor sino la que se realice, conforme al ar-

título 655.2.4.º in fine TRLC, “en virtud del plan”. Nos referiremos a esa distribución de valor a los acreedores en virtud del plan como “*distribución originaria*”. Ese valor puede ser distribuido por el plan a los acreedores en forma de instrumentos de deuda (refinanciación de la deuda originaria) o de patrimonio/capital (conversión de la deuda originaria en capital).

Una vez que se concluye que esa distribución originaria de valor bajo el plan es equitativa (que en el caso de Grupo Armas incluía la entrega de participaciones sociales a los Bonistas), ya no cabe volver a pasar por el filtro de la APR las ulteriores cesiones derivativas de esas participaciones sociales.

Lo relevante para determinar si la cesión derivativa de una cosa (sea deuda o capital) es lícita, no es la cesión en sí, sino si la adquisición originaria fue equitativa o expropiatoria⁶. En otras palabras, lo procedente es verificar si, conforme al corolario de la APR, la deuda y el capital recibidos bajo el plan por la clase aceptante preferente les correspondían o no a la vista de la valoración de empresa aplicable. Si la respuesta es afirmativa, no cabe controlar cómo dispone después esa clase aceptante de la deuda o capital que se incorpora a su patrimonio. La APR solo aplica respecto del reparto de valor originario realizado en virtud del plan. Piénsese que, si un acreedor puede disponer libremente de lo que recibe en una liquidación concursal, no existe razón alguna por la que tal conclusión deba variar en sede de reestructuración.

La mejor doctrina española se ha pronunciado asimismo acerca del *gifting*. Se ha apuntado acertadamente⁷ que debe controlarse el valor de empresa para descartar que el *gifting* no incentive la infravaloración de la empresa. Ello sin perjuicio de que la misma opinión considere también que, por definición, el *gifting* en sí mismo no puede quebrar la APR porque no priva a la clase disidente de su derecho a participar en la cuota de reestructuración. Del mismo modo, relevante autora⁸ se pronuncia también a favor de la vali-

⁶ THERY MARTI, A., “Caso Naviera Armas: primera sentencia europea sobre la equidad de un caso de “gifting” en planes de reestructuración”. *Almacén de Derecho*, 18 de marzo de 2025. Disponible en: <https://almacendederecho.org/caso-naviera-armas-primera-sentencia-europea-sobre-la-equidad-de-un-caso-de-gifting-en-planes-de-reestructuracion>.

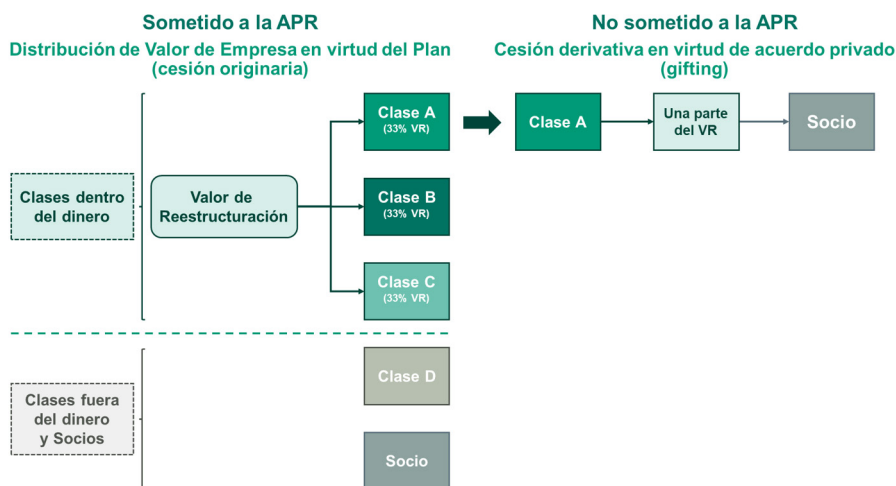
⁷ GARCIMARTÍN, F., “Los planes de reestructuración: reflexiones sobre la regla de la mayoría y la regla de equidad”. *Almacén de Derecho*, 12 de junio de 2024. Disponible en: <https://almacendederecho.org/los-planes-de-reestructuracion-reflexiones-sobre-la-regla-de-la-mayoria-y-la-regla-de-equidad>.

⁸ PULGAR, J. “La posición de los socios en los nuevos planes de reestructuración: dos años de aplicación práctica”. *Diario La Ley* (N.º 10627), 13 de diciembre de 2024: “una cosa es que los acreedores voluntariamente “cedan” a los socios, porque quieren y sin necesidad de justificación, parte de lo que les corresponde recibir a través del denominado “gifting”, porque, por ejemplo, con ello se asegura la permanencia de estos en la compañía, cuando resulte esencial para mantenerla en funcionamiento, aun cuando ello no resulte necesario en un Gifting, que insistimos se concede por la sola voluntad de los acreedores o con el fin de reducir una posible litigiosidad, lo que no vulnera la regla de la prioridad absoluta (NAVIERA ARMAS, Auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas de Gran Canaria de 21 de diciembre de 2023), y otra cosa es que los socios que son los más residuales de los acreedores, puedan “imponer” sacrificios a sus acreedores de rango superior, cuando ellos conservan sus títulos o siguen participando en los resultados de la compañía.”

dez de la figura, destacando que, en tanto que el *gifting* se concede por la propia voluntad de los acreedores, ni siquiera sería necesario que el proponente del plan justifique los motivos por los que una clase aceptante preferente cede valor a una clase subordinada o a los propios socios. Y hay más significativa opinión en el mismo sentido⁹.

La literalidad de la norma tampoco deja margen para la duda. La expresión “*en virtud del plan*” que emplea el artículo 655.2.4.º TRLC al formular la APR se refiere a distribuciones originarias del valor de empresa entre el deudor y sus acreedores, y no a las ulteriores cesiones derivativas a favor de terceros que pudieran hacer los acreedores a los que se les ha asignado valor de empresa. Es también evidente la voluntad del legislador europeo de limitar el juego del artículo 11.2 de la Directiva de Reestructuraciones (la APR) exclusivamente a las distribuciones del valor de reestructuración realizadas en virtud del plan, desde el momento en que el referido precepto se autolimita de forma tajante a las distribuciones realizadas “*en el marco del plan de reestructuración*”.

A modo resumen, la siguiente tabla muestra lo que es objeto de la APR (la distribución originaria) y lo que queda fuera de la misma (la cesión derivativa o *gifting*):



⁹ DE CÁRDENAS SMITH, C., “El principio de equidad y la regla de la prioridad absoluta”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 65, octubre 2024, ps. 37-62: “Con carácter general, entiendo que no debería existir problema en aceptar el *gifting* en España. Me parece evidente que un acreedor debería poder decidir qué hacer con aquello que le pertenece. (...) Para que el *gifting* sea tal y legítimo deberá suponer la cesión de valor propio, no ajeno, pues de lo contrario lo que habría es una confiscación de valor ajeno (el de la clase intermedia que nada recibe) y traspaso de ese valor a la clase júnior.”

4. Excepción a la APR, RPR y *gifting*: conceptos también diferentes

Como ya hemos anticipado, bajo determinadas circunstancias el TRLC admite que el objetivo de retener al socio en la compañía reestructurada se consiga a costa de mermar forzosamente la cuota de reestructuración de los acreedores dentro del dinero. En tales casos la ruptura de la APR es evidente: las copas de la base del castillo (la clase de rango inferior o los socios) reciben algo de valor a pesar de que las copas del nivel superior no han terminado de recibir todo el valor que les cabe. La menor cantidad de valor que reciben las copas de arriba es la que ha ido a parar a las copas de la base.

El legislador permite que esa transferencia de valor pueda tener lugar, a pesar de conculcar la APR, “*cuando sea imprescindible para asegurar la viabilidad de la empresa y los créditos de los acreedores afectados no se vean perjudicados injustificadamente*” (la excepción a la APR del artículo 655.3 TRLC). Contamos ya con algunos pronunciamientos judiciales que confirman planes no consensuales acogidos a la excepción de la APR. Se trata precisamente de reestructuraciones de grupos familiares, de marcado carácter personalista, en las que era esencial que los socios se implicasen en el proceso de reestructuración y siguiesen manteniendo *pro futuro* un interés en el negocio reestructurado. Nos referimos a la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de San Sebastián de 23 de noviembre de 2023 [Roj: SJM SS 5755/2023] (Grupo Transbiaga) o a la Sentencia de la Sección 15.ª de la Audiencia Provincial de Barcelona de 9 de julio de 2024 [Roj: SAP B 8232/2024] (Grupo Vilaseca).

La previsión del artículo 655.3 TRLC no es el único supuesto en el que el legislador admite no aplicar la APR. La protección de las clases disidentes de nuestras pymes (sujetas al régimen especial del Libro II) tiene lugar no a través de la APR, sino de la regla de prioridad relativa recogida en el artículo 684.4 TRLC (“**RPR**” utilizando nuevamente el acrónimo norteamericano de la “*Relative Priority Rule*”). Con arreglo a la RPR, basta con que la clase que haya votado en contra del plan de la pyme reciba un “*trato más favorable*” que las clases de rango inferior para que dicho plan se considere *per se* “*justo y equitativo*”. La RPR es por tanto más laxa que la excepción de la APR del artículo 655.3 TRLC, excepción que, como hemos visto, requiere justificar que la misma resulta “*imprescindible*” para asegurar la viabilidad y que el perjuicio que entraña para los acreedores afectados no es “*injustificado*”. Sobre las diferencias entre la RPR y la excepción a la APR se pronuncian destacados autores¹⁰.

¹⁰ THERY MARTÍ, A., “Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo”, *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* (N.º 31), Sección Estudios, 2019. YAÑEZ EVANGELISTA, J., “Artículo 655 Impugnación del auto de homologación del plan no aprobado por todas las clases de crédito”, en PULGAR, J. (dir.), *Comentario a la Ley Concursal*, 3.ª ed., Wolters Kluwer, 2023. CERDÁ ALBERO, F. “El plan de reestructuración: contenidos y aprobación (formación de clases de créditos, votación y mayorías). En COHEN BENCHETRIT, A. (dir.), *Nuevo marco jurídico de la reestructuración de empresas en España*, 1.ª ed., Aranzadi, 2023.

Al igual que ocurre en el derecho norteamericano, el *gifting* no es objeto de regulación legal, lo que confirma su carácter de cesión derivativa: se trata de una operación al margen del plan y, por tanto, no sujeta al escrutinio del test de equidad. Si bien resulta conveniente informar al respecto en el plan de reestructuración por razones de transparencia y para salvaguardarla adecuadamente.

En definitiva, tanto a través del *gifting* como de las dos vías legales apuntadas (excepción a la APR y RPR) se llega al mismo resultado: involucrar a los antiguos socios en la empresa reestructurada con el fin de asegurar su viabilidad. Sin embargo, el impacto del *gifting* y del resto de figuras (excepción a la APR y RPR) en la distribución del valor de reestructuración es muy distinto. Con la excepción de la APR y de la RPR los acreedores dentro del dinero soportan un sacrificio (recibir menos de lo que les corresponderían aplicando la APR), mientras que el *gifting* les resulta inocuo. Con o sin *gifting* van a recibir lo mismo: lo que les corresponde conforme a la recta aplicación del test de equidad en su modalidad de corolario de la APR.

Veámoslo. Partiremos de la premisa de que, en la generalidad de los casos, el *gifting* será de capital y no de deuda. Si el plan respeta el corolario de la APR entonces la clase preferente aceptante será por definición la clase fulcro y todas las clases inferiores se encontrarán fuera del dinero, por lo que el *gifting* les resultará irrelevante. Si, por el contrario, el plan no respeta el corolario de la APR, entonces ello significará que la clase preferente aceptante está expropiando valor de la clase inferior disidente. Entonces la impugnación podrá prosperar y el plan no afectará a la clase disidente vencedora: pero no por el *gifting*, sino por la infracción del corolario de la APR (artículo 655.2.2.º TRLC). Si el *gifting* es admisible cuando el plan respete el corolario de la APR, ello revela a las claras que el problema subyacente en este tipo de casos no es, per se, de *gifting o no gifting*; sino pura y simplemente de corolario de la APR.

5. Breve aproximación al *gifting* en el derecho norteamericano

Durante más de cien años, la Corte Suprema de Estados Unidos ha intentado sujetar los planes de reorganización con *cram-down* (arrastre forzoso de acreedores) a la APR, figura de creación jurisprudencial hasta que en 1978 el Congreso optó por regularla en el Capítulo 11 (Chapter 11) del Código de Quiebras estadounidense¹¹. La rígida concepción de la APR del sistema norteamericano ha hecho que el *gifting* haya sido objeto de un amplio análisis por los tribunales y la doctrina de ese país. Como ya hemos anticipado, es posible afirmar que, con carácter general, el *gifting* es una herramienta

¹¹ TIMM, A., "The gift that gives too much: invalidating a gifting exception to the absolute priority rule", en *University of Illinois Law Review*, 2013-4, pág. 1658.

válida en derecho norteamericano, si bien es analizada caso por caso por los tribunales para descartar que no afecta a la equidad del plan¹².

Como se ha apuntado por destacada doctrina¹³, la decisión del Segundo Circuito *In re DBSD North America, Inc.* (2011)¹⁴ generó cierto recelo hacia el *gifting*, llegando a limitar por un tiempo el empleo de esta figura. En ese caso el tribunal sostuvo que el *gifting* violaba la APR establecida en la Sección 1129(b) del Código de Quiebras, que exige que los acreedores de menor rango no reciban nada hasta que los de mayor rango hayan sido pagados en su totalidad.

La posterior sentencia *In re Nuverra Environmental Solutions, Inc.* (2018) (en adelante, “**Nuverra**”) del Tribunal de Distrito de Delaware¹⁵ es considerada por muchos autores estadounidenses como la “resurrección del *gifting*” debido a su interpretación flexible de tal figura en el contexto de las reestructuraciones bajo el Capítulo 11 (Chapter 11) del Código de Quiebras¹⁶.

En el caso Nuverra, el tribunal confirmó un plan de reestructuración en el que los acreedores seniors, después de recibir menos del 100% de su crédito, permitían que una parte de la recuperación se destinara a los acreedores subordinados, a pesar de la objeción de una clase intermedia de acreedores. El tribunal razonó que el *gifting* era admisible en ese contexto, dado que los acreedores seniors estaban usando su propia recuperación para beneficiar a los subordinados, y no se estaba forzando a los acreedores intermedios a aceptar menos de lo que les correspondía por la APR. Algunos de los criterios seguidos por el tribunal para evaluar si el *gifting* debía considerarse válido bajo el Capítulo 11 (Chapter 11) del Código de Quiebras fueron los siguientes:

- **Voluntariedad de la transferencia:** el *gifting* debe ser una decisión voluntaria de los acreedores de mayor rango (por ejemplo, acreedores garantizados o senior). Es decir, estos acreedores, tras negociar el plan, deciden ceder parte de su recuperación a una clase subor-

¹² BAIRD, K., CRINSON, K., BREMOND, G. y otros, “The EU Adaption of Important Chapter 11 Provisions”, noviembre 2023, *Freshfields Bruckhaus Deringer*.

¹³ BAIRD, D., “Bankruptcy’s Quiet Revolution”, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 755*, 15 de abril de 2016.

¹⁴ DISH Network Corporation v. DBSD North America, Inc. (*In re DBSD North America, Inc.*), Expedientes No. 0-1175, 10-1201, 10-1352 (Tribunal de Apelaciones del Tercer Circuito Federal de los Estados Unidos), 7 de febrero de 2011.

¹⁵ Hargreaves v. Nuverra Environmental Solutions, Inc. (*In re Nuverra*), 590 *Bankruptcy Reporter* 75 (Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito de Delaware), 21 de agosto de 2018.

Decisión confirmada por el Tribunal de Apelaciones del Tercer Circuito Federal de los Estados Unidos el 6 de enero de 2021 (posteriormente modificada el 2 de febrero de 2021), 834 *Federal Appendix* 729.

¹⁶ FRIEDMAN, M., y KRIEGER, A. M., “DELAWARE DISTRICT COURT SUPPORTS SECURED CREDITOR GIFT PLANS”, *The Banking Law Journal* (Volumen 136, N.º 2), 2019. También “Reports of the Demise of Gifting Chapter 11 Plans Are an Exaggeration”, Jones Day, 2018 (disponible en <https://www.jonesday.com/en/insights/2018/12/reports-of-the-demise-of-gifting-chapter-11-plans>).

dinada, sin que exista una imposición por parte del deudor o del tribunal.

- **Origen de la distribución y no perjuicio de clases intermedias:** la transferencia debe provenir exclusivamente de la porción de recuperación de los acreedores de mayor rango, no de los activos generales del deudor. Esto significa que los fondos o valores transferidos a la clase subordinada no forman parte de la masa de activos que, en principio, correspondería a los acreedores intermedios.
- **Cumplimiento del BIC:** los acreedores de rango intermedio no deben recibir menos de lo que les correspondería en una liquidación conforme al Capítulo 7 del Código de Quiebras. En otras palabras, el *gifting* no puede forzar a una clase intermedia a aceptar un trato peor que el que recibiría si los activos del deudor se liquidaran y distribuyeran según el orden de prelación de pagos en sede de liquidación.
- **Aprobación judicial y transparencia:** el plan que incluya *gifting* debe ser presentado al tribunal, que evaluará si cumple con los requisitos legales y si la transferencia es transparente y equitativa. El tribunal debe asegurarse de que no se está utilizando el *gifting* para beneficiar injustamente a una clase en detrimento de otra.

Como seguidamente veremos, en el caso Naviera Armas, a la hora de abordar las críticas de los impugnantes al *gifting* la Audiencia Provincial de Las Palmas se centró en los mismos aspectos materiales clave a los que atienden la doctrina y los tribunales norteamericanos.

La Sentencia pone el foco en el hecho de que el objeto propio del *gifting*, la transferencia del 6% del capital social post-reestructuración a los socios, es un *res inter alios acta* (una cosa ajena para los impugnantes) que sólo resultaría atacable en el hipotético caso de que causase un perjuicio a dichos impugnantes. Y, como veremos, ese perjuicio sólo podría haberse producido si el plan no hubiese superado el corolario de la APR, lo que es descartado por la Sentencia.

Constatada la concurrencia de circunstancias análogas a los criterios del caso Nuverra, la Sentencia viene a consagrar el *gifting* vinculado a la reestructuración del Grupo Armas. En el caso Nuverra el tribunal norteamericano fija como criterio 4.º de validación del *gifting* que éste sea explicitado en el propio plan para que pudiera ser objeto de escrutinio, algo que el Grupo Armas hizo espontáneamente en España. En nuestro ordenamiento, en tanto que el *gifting* representa un *res inter alios acta*, y asumiendo que se supera el corolario de la APR, ciertos autores han entendido que ni siquiera sería preciso que el plan hiciese referencia al *gifting*¹⁷.

Ello sin perjuicio de que, como ya hemos indicado, en el caso de Naviera Armas, a efectos de transparencia, se informó pormenorizadamente del *gifting* al tribunal para evitar que una falta de transparencia proyectase una sombra de sospecha sobre la valoración realizada por el experto. En efecto, la opa-

¹⁷ PULGAR, J. "La posición de los socios en los nuevos planes de reestructuración: dos años de aplicación práctica". *Diario La Ley* (N.º 10627), 13 de diciembre de 2024.

cidad sobre un eventual *gifting* puede encubrir una infravaloración de la empresa que resulte en que los acreedores disidentes queden artificialmente fuera del valor (*i.e.* para evitar discusiones sobre el corolario de la APR). Como se ha puesto de manifiesto¹⁸, en los casos de *gifting* puede estar justificado un mayor escrutinio de la valoración de empresa. Y ello porque la premisa del *gifting* es que la clase inferior disidente se encuentra fuera del dinero. Puede existir entonces una cierta tendencia de los proponentes del plan hacia la infravaloración de la empresa.

De ahí la importancia de desvelar la existencia del *gifting* en el plan: si no se desvela la existencia del *gifting*, el tribunal no puede ejercer el nivel de escrutinio apropiado. Ello puede afectar a la virtualidad de la homologación judicial del plan. Ahora bien, es importante advertir que el hecho de desvelar en el plan la existencia del *gifting* no convierte a este en parte del plan a efectos de resultarle aplicable la APR (en lugar de su corolario): porque la cesión derivativa se transparente en el plan, ello no significa que la correspondiente atribución patrimonial pase a ser realizada “en virtud del plan” a efectos del artículo 655.2.4.º TRLC. En efecto, el *gifting* sigue siendo una cesión derivativa ulterior bilateral realizada por la clase preferente aceptante y, típicamente, los socios; y no una parte del plan, por más que esté ahí prevista o transparentada. De otro modo, el deber de transparencia del *gifting* a efectos de su adecuado escrutinio bajo el corolario de la APR implicaría que también le fuera aplicable de forma improcedente la propia APR, lo que terminaría impidiendo el *gifting* en absolutamente todos los casos (tanto cuando el plan infringiese el corolario de la APR, como cuando el plan respetase dicho corolario).

Dicho razonamiento circular conduciría a prohibir el *gifting* en todos los casos, lo que resulta un completo sinsentido. Evidentemente, no cabe admitir el “*gifting malo*” (aquel que vulnera el corolario de la APR) pero sí debe admitirse el “*gifting bueno*” (que respeta el corolario de la APR). El acceso y el coste del crédito quedan afectados por que ciertos ordenamientos de raíz prohíban de forma innecesaria conductas que, con el adecuado escrutinio, son perfectamente legítimas y admisibles.

En resumen, la validación del *gifting* en Estados Unidos se produce de forma directa, mediante un pronunciamiento expreso sobre la equidad del *gifting* en la sentencia que confirma al plan. En el caso de Naviera Armas, como veremos a continuación, esa validación ha tenido lugar de forma indirecta, declarando como hecho probado que se trata de una operación extramuros del plan, cuyo objeto es ajeno a los impugnantes y que en nada les

¹⁸ GARCIMARTIN ALFÉREZ, F. “Los planes de reestructuración: reflexiones sobre la regla de la mayoría y la regla de equidad”, *Almacén de Derecho*, 12 junio 2024: “el denominado *“gifting”* (cesión de valor por una clase aceptante preferente que está “dentro del dinero” a una clase aceptante subordinada, con una clase disidente intermedia “fuera del dinero”) no debería ser, en principio, problemático pues a la clase disidente intermedia no se le priva de su derecho a participar en la prima de reestructuración. No obstante, en la medida en que el “*gifting*” puede incentivar la infravaloración de la empresa u otro tipo de prácticas colusorias, debe prestarse especial atención a que sea correcta esta valoración.”

perjudica. En todo caso, las razones materiales para aceptar o rechazar el *gifting* son similares en ambos ordenamientos (estadounidense y español).

Tras el caso Nuverra, al analizar las transferencias de valor a los socios en el contexto de las reestructuraciones, la doctrina norteamericana distingue muy gráficamente entre las denominadas *innocuous tips* (propinas inocuas) y los *forbidden gifts* (regalos prohibidos)¹⁹.

Las “propinas inocuas” son transferencias de valor que los acreedores de mayor rango deciden otorgar voluntariamente a una clase subordinada, utilizando exclusivamente su propia recuperación, sin afectar los derechos o la recuperación de las clases intermedias. Por el contrario, los “regalos prohibidos” son transferencias de valor que, aunque aparentan ser voluntarias, en realidad afectan negativamente a las clases intermedias y violan la APR, permitiendo que una clase subordinada reciba valor con cargo a la cuota de recuperación del resto de clases. Siguiendo esta descriptiva terminología, como a continuación veremos, la Sentencia del caso Naviera Armas confirma que lo recibido por la familia del socio fundador fue una “propina inocua” y no un “regalo prohibido”.

III. ANÁLISIS DEL PRIMER CASO ESPAÑOL

1. Contexto del caso

Destacamos aquí aquellos aspectos del plan de reestructuración del Grupo Armas que ayudan a contextualizar el *gifting* y lo resuelto en la Sentencia sobre el mismo.

En primer lugar, para comprender el plan y el motivo del *gifting* es preciso remontarse al segundo semestre de 2022, momento en el que el negocio del Grupo Armas comienza a experimentar tensiones de tesorería. Las previsiones de flujos de efectivo realizadas a finales de ese año por el equipo de dirección, asistido por asesores financieros externos, anticipaban que la ruptura de la caja tendría lugar en abril de 2023.

El elevado apalancamiento del grupo dificultaba el acceso a nueva financiación y la refinanciación del pasivo financiero existente. En ese complicado contexto y tras sondear el mercado, sólo los titulares de los bonos corporativos del Grupo Armas emitidos en 2021 (en adelante, los “**Bonistas**”) se mostraron dispuestos a conceder dinero nuevo para evitar el colapso del negocio. En concreto, el 13 de abril de 2023 los Bonistas concedieron al Grupo Armas un préstamo puente de emergencia que le permitía disponer de hasta 73 millones de euros para atender las necesidades más perentorias de tesorería y de esa forma evitar transitoriamente el concurso de acreedores. Simultáneamente los Bonistas, el Grupo Armas y sus antiguos socios

¹⁹ La terminología es la que se utiliza en BAIRD, D., *The Unwritten Law of Corporate Reorganization*, Cambridge University Press, 2022, p. 145. También se recoge en BUCCOLA, V., “Unwritten Law and the Odd Ones Out”, *Yale Law Journal*, n.º 131, 2022 p. 1570.

(miembros de la familia Armas) firmaron un documento denominado *Lock-up agreement* (en adelante, “**LUA**”) que reflejaba las líneas maestras de una reestructuración que todos ellos se comprometían a promover.

Los LUA son documentos contractuales habituales en la práctica norteamericana en reestructuraciones en situación de *distress*. Se trata de un acuerdo vinculante celebrado entre la compañías en dificultades financieras y algunos de sus principales acreedores, accionistas u otras partes interesadas. Su objetivo principal es asegurar el compromiso de los operadores clave de apoyar y votar a favor de una propuesta de reestructuración específica, antes de que se someta formalmente a la votación del resto de los acreedores o a la aprobación judicial²⁰. En nuestro caso el LUA preveía que, si la reestructuración llegaba a completarse exitosamente, una vez ejecutada los Bonistas cederían a ciertos miembros de la familia Armas un porcentaje del 6% del capital social de la matriz reestructurada del Grupo Armas.

Tras comunicar el plan a todos los acreedores afectados y cumplir el resto de requisitos legales de forma y contenido, el 7 de septiembre de 2023 el plan se formalizó en instrumento público, solicitándose a los pocos días la homologación judicial y extensión forzosa de sus efectos, que finalmente fue acordada mediante auto del Juzgado de lo Mercantil n.º 3 de Las Palmas de 21 de diciembre de 2023.

Muy resumidamente, el plan de reestructuración preveía la refinanciación de parte de la deuda preexistente considerada sostenible a la vista de la valoración del experto. También contemplaba la conversión en capital de otros créditos situados dentro del dinero y la quita del 100% de los fuera del dinero. La capitalización de deuda se implementaría a través de una operación acordeón mediante la que el capital social (pre-reestructuración) de la matriz del Grupo Armas se reduciría a cero a fin de compensar pérdidas, para simultáneamente ampliar capital por compensación de parte de los créditos dentro del dinero. A resultas de esa operación, el capital social preexistente quedaba íntegramente amortizado (perdiendo la familia Armas la condición de socio) y se creaban nuevas participaciones sociales que serían íntegramente asumidas por los Bonistas con cargo a los créditos capitalizados. De esta forma la reestructuración conllevaba el cambio de dueños del Grupo Armas, que dejaba de ser una empresa familiar.

Este *iter* cronológico de la reestructuración, que como veremos no pasa desapercibido para la Sentencia, evidencia que el *gifting* es cronológicamente una operación posterior a la reestructuración. El plan insiste reiteradamente en ello, indicando además que “*el hecho de que, con posterioridad a la Reestructuración, los Bonistas Sénior Garantizados (o sus Beneficiarios Designados) decidan compartir parte del capital de la Sociedad Matriz con los Socios Familia Armas, se trata de un acto libérrimo del conjunto de los Bonistas Sénior Garantizados, que sólo se expone en el presente Plan de Reestructuración por simple transparencia sin que nadie esté cobrando o*

²⁰ DEFANCESCHI, D., “Delaware Bankruptcy Court Announces Bright-line Rule for Use of Lock-up Agreements in Chapter 11 Cases”, *American Bankruptcy Institute Journal*, 2003.

recibiendo menos de lo que merece en aplicación de la regla de prioridad absoluta.”

2. Argumentos en contra del *gifting* empleados por los impugnantes

La homologación del plan fue impugnada por dos entidades financieras (en adelante, “**Banco 1**” y “**Banco 2**”) y un acreedor no bancario (en adelante, “**Promotora**”). Sus créditos representaban conjuntamente, en base consolidada, menos del 10% del pasivo afectado, de modo que, directa o indirectamente, el plan había sido apoyado por más del 90% del pasivo. Concitar semejante nivel de adhesiones era casi sinónimo de equidad y ausencia de trato discriminatorio para la jurisprudencia emanada bajo el antiguo régimen aplicable a los acuerdos de refinanciación homologados. Sin embargo, como hemos visto, en el nuevo sistema ese abrumador apoyo al plan por parte de los acreedores ya no garantiza la equidad distributiva del mismo. La situación de los impugnantes y la posición de cada uno de ellos en relación con el *gifting* —muy similar—, era la siguiente:

Promotora:

La Promotora era titular de un derecho de crédito, fuera del dinero, frente a una filial del Grupo Armas. No tenía recurso contra el resto de las filiales objeto de la reestructuración. Conforme al plan, a dicho crédito se le aplicaría una quita del 100%, de tal forma que la Promotora dejaría de ser acreedora tras la reestructuración. En opinión de este acreedor, el *gifting* infringía la APR y encubría un pago a los antiguos socios en forma de participaciones sociales. Las nuevas participaciones sociales de la matriz resultantes de la operación acordeón habían sido creadas, según la Promotora, en perjuicio de los acreedores no aceptantes, que veían reducidos o extinguidos sus créditos.

Banco 1:

Al igual que en el caso de la Promotora, los créditos del Banco 1 se hallaban fuera del dinero, si bien este acreedor tenía recurso frente a varias sociedades del grupo. Vinculaba también el *gifting* a una infracción de la APR y consideraba igualmente que la entrega de participaciones a los socios tras la reestructuración no era una liberalidad, sino el precio que los Bonistas pagaban a los socios por la compra del Grupo Armas. Banco 1 insistió en este último argumento (compra encubierta), sosteniendo que el *gifting* formaba parte de un plan preconcebido orquestado entre los administradores, los socios y los Bonistas, que tenía por finalidad que estos últimos adquiriesen el control del Grupo Armas. En opinión del Banco 1, la normativa aplicable había sido utilizada en fraude de ley.

Banco 2:

A diferencia de la Promotora y del Banco 1, el Banco 2 era el único que ostentaba créditos parcialmente dentro del dinero frente a algunas sociedades del grupo (ninguna de ellas la matriz). Su argumentario en cuanto al *gifting* era similar al de los anteriores acreedores: infracción de la APR y fraude de ley. El Banco 2 incidía además en que la retribución obtenida por los socios con la venta encubierta del negocio a los Bonistas se vería incrementada en el futuro al compartir los Bonistas con los socios el precio de otra ulterior venta del negocio, lo que, según el Banco 2, reforzaría el carácter fraudulento de la operación. Como argumento adicional alegaba también que el *gifting* ni siquiera cumpliría la RPR y que tampoco podía ser reconducido a la excepción de la APR del artículo 655.3 TRLC (excepción que en ningún momento invocaba el plan).

3. Posición de la Audiencia Provincial**3.1. En cuanto a la pretendida quiebra de la APR a consecuencia del *gifting***

La Sala descarta que hubiese habido una infracción de la APR por los siguientes motivos:

— El *gifting* no es parte del plan, queda fuera del perímetro objetivo de la reestructuración y, por tanto, la impugnación del plan no es el cauce adecuado para atacar el *gifting*.

Atendidos los argumentos de las partes y tras valorar la prueba, la Sala concluye que el *gifting* trae causa de un acuerdo privado entre el deudor y determinados acreedores (el LUA) y, por tanto, lo pactado en él (entre otros extremos, la cesión del 6% del capital a los socios) sólo vincula a los firmantes del pacto y su contenido queda fuera del perímetro objetivo de la reestructuración. Es decir, no se trata de una distribución de valor “en virtud del plan” a los efectos del artículo 655 TRLC.

La Sentencia explica que ese perímetro alcanza sólo a las operaciones de reestructuración del artículo 614 TRLC cuyo contenido se pretende que sea extendido a acreedores disidentes y/o socios. Esas operaciones —y no el *gifting*— son las que se someten a la votación de los acreedores afectados por el plan. El tribunal se apoya en el Considerando 43 de la Directiva de Reestructuración donde se advierte de que “*los acreedores afectados por un plan de reestructuración (...) deben tener derecho de voto sobre la adopción de un plan*”. Por el contrario, respecto de las materias que no afectan a las partes por ser ajenas al plan, el mismo considerando aclara que “*las partes no afectadas por el plan de reestructuración no deben tener derechos de voto*”.

El contenido del plan a efectos de impugnaciones es, señala la Sentencia, todo aquello que entra dentro del ámbito de 614 TRLC, despliega efectos sobre los acreedores afectados y, a resultas de todo lo anterior, se somete a la votación de los acreedores. La determinación del perímetro del plan es así una cuestión no dispositiva para las partes. El mero hecho de que el plan aluda a una determinada operación ya sea esa operación anterior, coetánea o posterior a la suscripción del plan, no la convierte *mutatis mutandi* en parte del plan a efectos de la impugnación.

La Sala concluye que el *gifting* no forma parte del plan y, por tanto, es irrelevante que el plan haga o no mención al LUA. Ello sin perjuicio de que, como ya hemos indicado, el propio plan aclara que esa referencia al LUA se hace “*por simple transparencia*” y que en ningún caso ubica al *gifting* dentro del perímetro objetivo de la reestructuración.

La Sala realiza también un control de su propia competencia, descartando que pueda entrar a valorar el *gifting* ya que, al no formar parte del plan, el tribunal no es competente para analizar las críticas que hacen al mismo los impugnantes. Al resolver las demandas de impugnación presentadas, el tribunal debe ceñirse al contenido objetivo del plan, según los parámetros legales anteriormente indicados. Como recuerda la Sala, extralimitarse en su propia competencia objetiva y funcional convertiría la resolución dictada en un acto procesal nulo de pleno de derecho ex artículo 225.º TRLC. Contravendría también a la Directiva de Reestructuraciones, cuyo Considerando 65, advierte la Sala, recuerda la necesidad de constreñir las impugnaciones a los motivos legales tasados.

— Los impugnantes carecen de legitimación *ad causam* para reclamar el *gifting* porque su objeto (el capital social transferido) no les pertenece.

La Sala declara como hecho probado que la valoración de empresa del experto es correcta al no haber sido desvirtuada por las valoraciones alternativas realizadas por los peritos de los impugnantes, las cuales, como pone de manifiesto la Sentencia, presentaban notables inconsistencias y defectos. La confirmación de la valoración de empresa en la que se sustenta el plan tiene dos importantes consecuencias:

- La primera de ellas es que no se ha conculcado el test del corolario de la APR por el hecho de que los Bonistas capturen bajo el plan todo el valor de empresa. Los Bonistas no reciben valor de reestructuración por encima del importe de sus créditos y los acreedores impugnantes no sufren expropiación de valor (o, lo que es lo mismo, un perjuicio), ya que se encontraban fuera del dinero. La Sala reafirma que, una vez que la entrega del 100% del capital a favor de los Bonistas respeta el corolario de la APR, ya no cabe volver a reclamar contra la subsiguiente cesión del 6% del capital a los socios.
- La segunda consecuencia es que la cesión del 6% del capital a favor de los socios preexistentes es una cesión derivativa ulterior, ajena al

plan, aunque el mismo la transparente. Representa un negocio particular entre los Bonistas y los socios que para los impugnantes es *res inter alios acta* (cosa realizada entre otros) que ni les beneficia —*nec prodest*—, ni les perjudica —*nec nocet*— en modo alguno. Por ello la Sentencia concluye que, en relación con el *gifting*, los impugnantes “carecen de legitimación para reclamar aquello que no es suyo”.

La Sentencia viene a ratificar que la APR no aplica a cesiones derivativas de valor de reestructuración, al haberse concluido previamente que el plan cumplía en origen con el corolario de la APR, de forma que no era expropiatorio de los derechos de la clase disidente inferior. Dicho de otro modo, al igual que cualquier otra pata o componente del test de equidad, la APR sólo aplica respecto de distribuciones de valor originarias realizadas bajo el plan por el propio deudor, y no a ulteriores cesiones derivativas ulteriores, como el *gifting*.

En consecuencia, la cesión del 6% no constituye una excepción a la regla de la prioridad absoluta, sino un supuesto al que la APR no le resulta aplicable: es un “*res inter alios acta*” inatacable para el tercero a quien no le ocasiona perjuicio. La alusión de la Sentencia a que los impugnantes carecen de legitimación *ad causam* para atacar la referida cesión derivativa del 6% es una forma tan válida como cualquier otra de expresar lo anterior, pues son todo facetas de un mismo fenómeno y la falta de legitimación activa *ad causam* para invocar la APR (después de haberse rechazado la infracción del corolario de la APR) es la consecuencia de todo ello.

— La inexistencia de perjuicio para los impugnantes refuerza su falta de legitimación para atacar el *gifting*.

Por último, la Sala recuerda también que el Considerando 55 de la Directiva de Reestructuraciones sólo impone a los Estados miembros velar por la protección de las clases disidentes en aquellos casos en los que la extensión de efectos del plan les cause un perjuicio injustificado. En concreto, dispone que “*en el caso de la reestructuración forzosa de la deuda aplicable a todas las categorías, los Estados miembros deben velar por que las categorías disidentes de acreedores afectados no se vean injustamente perjudicadas con arreglo al plan propuesto y deben proporcionar una protección suficiente a estas categorías disidentes.*” En otras palabras, la protección al disidente, a la que se anuda su legitimación para recurrir, sólo entra en juego cuando en virtud del plan al acreedor o clase afectada se le impone un perjuicio (sacrificio) entendido como una pérdida o renuncia forzosa de bienes o derechos. Lo que la Sala expresa es que en una cesión derivativa como el *gifting* no es jurídicamente factible que exista sacrificio si se ha respetado el corolario de la APR. Y si no existe sacrificio, desaparece el objeto mismo de análisis respecto del que el tribunal deberá determinar si estaba o no justificado.

En definitiva, la falta de legitimación de los impugnantes viene dada por dos circunstancias dimanantes de la previa conclusión de que el plan respeta el corolario de la APR: el objeto del *gifting* no les pertenece (es un “*res inter alios acta*”) y, además, al tratarse de una cesión derivativa, no se les ha podido causar perjuicio alguno.

3.2. En cuanto al pretendido fraude de ley derivado del *gifting*

Además del perímetro objetivo del plan (qué queda dentro y qué queda fuera de la impugnación), la Sentencia delimita también las causas de impugnación. A este respecto, la Sala advierte de que los artículos 654, 655, 656 y 671 TRLC operan como *numerus clausus*, de forma que cualquier argumento no incardinable en los motivos de impugnación recogidos en tales preceptos debe ser rechazado *ex ante*. No se pueden aceptar causas al margen de las previstas legalmente.

Con arreglo a lo anterior, la Sala no entra a analizar el argumento del fraude de ley porque no tiene encaje en los motivos de impugnación legalmente tasados. La Sentencia aclara que no existe óbice para que a través de una impugnación del plan se pueda denunciar abuso de derecho o fraude de ley. Sin embargo, la premisa para que el tribunal pueda examinar ese presunto abuso de derecho o fraude de ley es que se invoque “*de manera cohonestada con las causas legales*”. Por tanto, si el *gifting* no puede conculcar por definición la APR por los motivos ya expuestos, la Sala tampoco puede pronunciarse sobre un supuesto fraude de ley vinculado al *gifting*. Una resolución judicial que se pronunciase sobre ello adolecería de falta de congruencia.

En fin, los impugnantes habían reconocido que el plan era lícito si la valoración de empresa era realmente la sostenida por el Experto en la reestructuración. Por ello, difícilmente cabría haber apreciado ningún fraude o abuso: un pleito de valoración no es un pleito de abuso. Si el abuso depende de la valoración de empresa, el subyacente último no es el abuso sino la valoración. El caso Naviera Armas no era un pleito de abuso sino un pleito de corolario de la APR. Si la valoración de empresa era, como así declaró la Sentencia, la sostenida por el Experto en la reestructuración, entonces el plan respetaba el corolario de la APR y era automáticamente equitativo, por lo que la impugnación debía desestimarse sin que cupiese siquiera espacio alguno para articular con una mínima lógica ninguna pretensión de abuso o fraude, que descansaba sobre la valoración subjetiva de los impugnantes y distinta de la del Experto.

La Sentencia del caso Naviera Armas es hoy firme. Los impugnantes promovieron frente a ella un incidente de nulidad de actuaciones. La Sala desestimó el incidente de nulidad, con imposición de costas, mediante auto de fecha 26 de mayo de 2025.

IV. BIBLIOGRAFÍA

- BAIRD, D., "Bankruptcy's Quiet Revolution", *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 755*, 15 de abril de 2016.
- BAIRD, D., "Priority matters: absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy". *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 165, no. 4, marzo 2017.
- BAIRD, D., *The Unwritten Law of Corporate Reorganization*, Cambridge University Press, 2022.
- BAIRD, K., CRINSON, K., BREMOND, G. y otros, "The EU Adaption of Important Chapter 11 Provisions", noviembre 2023, *Freshfields Bruckhaus Deringer*.
- BUCCOLA, V., "Unwritten Law and the Odd Ones Out", *Yale Law Journal*, n.º 131, 2022.
- CERDÁ ALBERO, F., "El plan de reestructuración: contenidos y aprobación (formación de clases de créditos, votación y mayorías)", en AA.VV., COHEN BENCHETRIT, A. (dir.), *Nuevo marco jurídico de la reestructuración de empresas en España*, 1.ª ed., Aranzadi, 2023.
- DE CÁRDENAS SMITH, C., "El principio de equidad y la regla de la prioridad absoluta", *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n.º 65, octubre 2024.
- DEFRANCESCHI, D., "Delaware Bankruptcy Court Announces Bright-line Rule for Use of Lock-up Agreements in Chapter 11 Cases", *American Bankruptcy Institute Journal*, 2003.
- FRIEDMAN, M., y KRIEGER, A. M., "DELAWARE DISTRICT COURT SUPPORTS SECURED CREDITOR GIFT PLANS", *The Banking Law Journal* (Volumen 136, N.º 2), 2019. También "Reports of the Demise of Gifting Chapter 11 Plans Are an Exaggeration", Jones Day, 2018 (disponible en <https://www.jonesday.com/en/insights/2018/12/reports-of-the-demise-of-gifting-chapter-11-plans>).
- GARCIMARTÍN, F., "Los planes de reestructuración: reflexiones sobre la regla de la mayoría y la regla de equidad". *Almacén de Derecho*, 12 de junio de 2024. Disponible en: <https://almacendederecho.org/los-planes-de-reestructuracion-reflexiones-sobre-la-regla-de-la-mayoria-y-la-regla-de-equidad>.
- PULGAR, J., "La posición de los socios en los nuevos planes de reestructuración: dos años de aplicación práctica". *Diario La Ley* (N.º 10627), 13 de diciembre de 2024.
- THERY MARTI, A., "Los marcos de reestructuración preventiva en la propuesta de Directiva de 22 de noviembre de 2016 (y II)", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* n.º 28, primer semestre de 2018, Wolters Kluwer.
- THERY MARTÍ, A., "Directiva de reestructuraciones, capitalización de créditos y gobierno corporativo", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal* (N.º 31), Sección Estudios, 2019.
- THERY MARTÍ, A., "Comentario al artículo 623", en AA.VV., PULGAR, J. (dir.), *Comentario a la Ley Concursal*, 3.ª ed., Wolters Kluwer, 2023.
- THERY MARTI, A., "Planes de reestructuración: equidad sin mayoría y mayoría sin equidad", *Almacén de Derecho*, 4 de Diciembre de 2024. Disponible en: <https://almacendederecho.org/planes-de-reestructuracion-equidad-sin-mayoria-y-mayoria-sin-equidad>.
- THERY MARTI, A., "Caso Naviera Armas: primera sentencia europea sobre la equidad de un caso de "gifting" en planes de reestructuración". *Almacén de Derecho*, 18 de marzo de 2025. Disponible en: <https://almacendederecho.org/caso-naviera-armas-primera-sentencia-europea-sobre-la-equidad-de-un-caso-de-gifting-en-planes-de-reestructuracion>.

- TIMM, A., "The gift that gives too much: invalidating a gifting exception to the absolute priority rule", en *University of Illinois Law Review*, 2013-4.
- YÁÑEZ EVANGELISTA, J., "Artículo 655 Impugnación del auto de homologación del plan no aprobado por todas las clases de crédito", en AA.VV., PULGAR, J. (dir.), *Comentario a la Ley Concursal*, 3.^a ed., Wolters Kluwer, 2023.