



Insolvencia y sostenibilidad*

Insolvency and Sustainability

“A crisis is a terrible thing to waste”
Paul Romer, Premio Nobel de Economía

Marta Flores Segura**

Resumen:

Este trabajo analiza el papel que juega la sostenibilidad en las operaciones de reestructuración empresarial realizadas en el marco de procedimientos de insolvencia, tanto concursales como preconcursales. A estos efectos, se revisita el debate sobre los fines de los procedimientos de insolvencia y sobre quiénes son los *stakeholders* en los mismos. En relación con esta cuestión, se analizan con detalle las últimas tendencias internacionales en el derecho de la insolvencia y, sobre la base de lo anterior, se ensaya una aproximación teórica en torno a la admisibilidad y la conveniencia de la consideración de intereses basados en la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia y al impacto que ello puede tener sobre los intereses de los acreedores.

Abstract:

This paper analyses the role that sustainability plays in corporate restructuring operations carried out in the context of insolvency proceedings. To this end, the debate on the purposes of insolvency proceedings and their stakeholders is revisited. In relation to this issue, the latest international trends in insolvency law are analyzed in detail and a theoretical approach to the admissibility and appropriateness of the consideration of sustainability-based interests in insolvency proceedings and the impact this may have on the interests of creditors is discussed.

Palabras clave:

Acreedores, insolvencia, partes interesadas, reestructuración, sostenibilidad

Keywords:

Creditors, insolvency, stakeholders, restructuring, sustainability

* Este trabajo se ha realizado en el marco de los proyectos de investigación “La adaptación al derecho europeo de la empresa: los nuevos retos del derecho de sociedades y de los mercados de capitales (II)” (referencia PID2023-146728NB-I00), cuyos investigadores principales son los profesores Aurora Martínez Flórez y Enrique Gandía Pérez y, por otra parte, “Gobierno corporativo y creación de valor compartido” (referencia PID2020-112624GA-I00), cuyo investigador principal es el profesor Javier Megías López.

** Profesora titular de Derecho Mercantil (Universidad Autónoma de Madrid). Of Counsel (Baker McKenzie). ORCID: 0000-0002-2958-7883. Contacto: marta.flores@uam.es

1. Introducción

La investigación en materia de sostenibilidad es una fértil disciplina que ha dado lugar (sobre todo en los últimos años) a un elevado número de trabajos académicos, especialmente en el campo del gobierno corporativo. En franco contraste con lo anterior, la sostenibilidad ha recibido escasa atención entre quienes nos dedicamos al derecho de la insolvencia. En efecto, los trabajos sobre insolvencia y sostenibilidad publicados a nivel mundial pueden contarse con los dedos de una mano¹.

El debate en torno a la sostenibilidad suele articularse en términos de su eventual impacto positivo en la creación de valor y el desarrollo empresarial a largo plazo, y no en el posible papel que pueda jugar en un contexto de insolvencia². Mas no por ello debe descartarse la existencia de conexiones intrínsecas entre ambas cuestiones. Al fin y al cabo, las crisis constituyen situaciones idóneas para plantear cambios que, por su dimensión o naturaleza, probablemente no serían bienvenidos —o siquiera factibles— en otro contexto³. Una situación de insolvencia puede ser, por lo tanto, una oportunidad para “reconstruir” una compañía mejorándola en términos de desarrollo sostenible, ya sea mediante la reducción de emisiones o cambiando sus estructuras operativas para promover una mejor gobernanza, una mayor diversidad, una protección laboral más intensa o unas prácticas antidiscriminatorias más sólidas, así como otras contribuciones a diversos objetivos de justicia social (*build back better*, en la expresión anglosajona) (Atkins y Luck, 2021, pp. 24-25).

Ello justifica el estudio que aquí se propone y que consiste en analizar el papel que juega la sostenibilidad (si es que juega alguno) en las operaciones de reestructuración empresarial realizadas en el marco de procedimientos de insolvencia⁴. El análisis parte de un concepto amplio de reestructuración, que incluye no solamente las operaciones que se realizan con carácter preventivo (a través de planes de reestructuración en el sentido de la Directiva sobre reestructuración e insolvencia), sino también aquellas que se producen en el seno

de un concurso de acreedores (por ejemplo, a través de un *pre-pack* o de la venta de unidades productivas en la liquidación).

El análisis del papel de la sostenibilidad en los procedimientos de reestructuración concursales y preconcursales exige visitar el eterno debate relativo a los fines de los procedimientos de insolvencia y a quiénes son los *stakeholders* en los mismos. En relación con esta cuestión, se analizan con detalle las últimas tendencias internacionales en el derecho de la insolvencia y, sobre la base de lo anterior, se ensaya una aproximación teórica relativa a la admisibilidad y a la conveniencia de la consideración de intereses basados en la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia y al impacto que ello puede tener sobre los intereses de los acreedores⁵.

2. Los stakeholders en los procedimientos de insolvencia

2.1. Consideraciones generales

No puede analizarse el papel de la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia sin abordar el imperecedero debate relativo a los fines de los procedimientos de insolvencia y a los intereses que los mismos deben atender. En efecto, si entendemos que el objetivo primordial de las reestructuraciones es maximizar la satisfacción de los acreedores, entonces la sostenibilidad no debería ser preferida ni valorada intrínsecamente (Linna, 2019, p. 218). Por el contrario, si incluimos dentro de los *stakeholders* de los procedimientos de insolvencia a personas que no sean acreedoras, entonces la sostenibilidad sí podría jugar un papel en contextos de crisis.

Para centrar el debate, utilizaremos un planteamiento paralelo al que se emplea en el marco societario. Como es bien sabido, en el campo del gobierno corporativo se ha investigado a fondo quiénes son los *stakeholders*, cuál es su tipología y cómo deben priorizarse los correspondientes intereses⁶. Trataremos de trasladar ese modelo al campo de la insolvencia y, a partir de ahí, analizaremos las últimas tendencias normativas.

1 Algunas de las contadas excepciones son los trabajos de Linna (2019, pp. 210-232), que realiza un experimento de trasplante jurídico al examinar si los procedimientos de insolvencia pueden tener por objetivo un enfoque basado en la sostenibilidad, y de Boon (2018, pp. 150-177). El presente trabajo se nutre abundantemente de las aportaciones de ambos autores.

2 Así lo reconocen Bauer y Krasodomska (2015): “The problem of CSR in relation to the companies at risk of bankruptcy is not common in literature where the concept is mostly discussed in terms of its positive impact on the value creation and company’s long-term development” (p. 21).

3 En palabras de Sahut et al. (2012): “Crises can provide an opportunity for making easier radical changes compared with stable periods” (p. 152).

4 Este modesto trabajo se enmarca en una tendencia internacional que aboga por reexaminar los postulados del derecho de la insolvencia en el actual contexto social y económico. Ejemplo de esta tendencia es, por ejemplo, el trabajo de Vaccari y Van Ho (2023).

5 Las conclusiones preliminares de este trabajo han sido expuestas en dos congresos internacionales. En primer lugar, en el II German-Austrian-Spanish Symposium, “Future Challenges in Company and Capital Markets Law: ESG (Sustainability) - Digitalization - Resilience (Restructuring)”, celebrado en el Centro Cultural La Corrala de Madrid los días 11 y 12 de mayo de 2023. En segundo lugar, en el I Congreso Internacional de Derecho de la Empresa, celebrado a través de la plataforma Zoom entre el 18 y el 23 de septiembre 2023, organizado por la Asociación Civil Derecho y Sociedad de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

6 La misma metodología es aplicada por Boon (2018, p. 152).

2.2. El modelo del gobierno corporativo: accionarialismo (*shareholderism*) vs. stakeholderismo (*stakeholderism*)

El enfoque adoptado en el marco del gobierno corporativo se construye en torno a la conocida división entre dos posturas: por un lado, aquella que defiende la primacía del socio (*shareholder primacy*)⁷, y, por otro, la que aboga por introducir la perspectiva de los *stakeholders* (las demás personas que también ostentan un interés en la empresa, esto es, las partes interesadas). Estas teorías han dominado (y polarizado) durante décadas el debate sobre los fines corporativos, y ambas han sido objeto de numerosas críticas (en gran parte justificadas). Así, a la teoría de la primacía del accionista se le reprocha, principalmente, su carácter injusto, y la teoría de los *stakeholders* es considerada, entre otras cosas, imprecisa e inviable⁸. Frente a ellas, han surgido varias alternativas, como el Entity Maximisation and Sustainability Model (EMS) —que se centra en la empresa como entidad y propone que el objetivo de una empresa es fomentar la riqueza de la misma (lo que implicará que los directivos se esfuercen por aumentar el valor de mercado a largo plazo de la compañía)⁹— o la Enlightened Shareholder Theory (ESV) —que se basa en la primacía del accionista pero aboga por la rentabilidad a largo plazo e incorpora los intereses

de otras partes (Harper, 2010, pp. 59 y ss.; Baumfield, 2016, pp. 187 y ss.)—.

Así las cosas, y dejando al margen estas alternativas, las posturas básicas son, fundamentalmente, dos: el “accionarialismo” (*shareholderism*), si la atención se centra en los intereses de los accionistas, y el “stakeholderismo” (*stakeholderism*), si los intereses de los consumidores, de los trabajadores o la protección del medio ambiente también se incluyen entre los fines de la compañía¹⁰.

2.3. La postura tradicional en la insolvencia. El “acreedorismo” (*claimholderism*)

En el derecho de la insolvencia también existe un animado (y longevo) debate sobre los objetivos que persiguen estos procedimientos¹¹. Se trata de una cuestión sobre la cual existen, fundamentalmente, dos escuelas de pensamiento: el enfoque de la negociación *ex ante* con los acreedores (*creditors’ bargain approach*) y el enfoque del beneficio social (*social benefit approach*)¹².

La primera postura se refiere al problema de reparto de un limitado e insuficiente fondo común (*common pool*) y considera que el derecho de la insolvencia debería reflejar el acuerdo que previsiblemente los acreedores alcanzarían entre

7 Esta división ha sido calificada como “el gran debate” (*The Great Debate*) (Vasudev y Watson, 2012, p. 6). Nos remitimos también a los trabajos de Jensen y Meckling (1976, p. 305) y Millon (2013, p. 1013), que describe dos tipos de primacía del accionista: (i) la primacía radical del accionista, en la que los administradores se centran totalmente en servir a los intereses de los accionistas, y (ii) la primacía tradicional del accionista, en la que los administradores deben tener en cuenta los intereses de los accionistas y (en su caso, solamente cuando proceda) los intereses de los no accionistas.

8 Por ejemplo, Hart (1993), señaló la imposibilidad de aplicar en la práctica la teoría de los *stakeholders* porque la idea de exigir a un administrador que tenga en cuenta los intereses de todos los grupos es “esencialmente vacua”, ya que los administradores podrían justificar cualquier decisión alegando que eventualmente beneficia a alguna persona o grupo de interés (pp. 299-303).

9 Esencialmente, el modelo implica el fomento de la riqueza de una entidad, lo que determina que los administradores deban esforzarse por aumentar el valor de mercado global a largo plazo de la compañía. Esto supondrá aumentar el valor de la empresa en su conjunto, teniendo en cuenta la inversión realizada por diversas personas y grupos. El enfoque de maximización de la entidad implica que los administradores tomen decisiones que maximicen la riqueza general de la empresa. En otras palabras, los administradores deben hacer aquello que maximice el valor de la corporación, de modo que aumente el valor actual neto para la empresa en su conjunto. La maximización de la riqueza de la corporación no siempre se mide por los beneficios obtenidos en un periodo determinado. Al mismo tiempo que maximizan la riqueza, los administradores tienen que garantizar la supervivencia de la entidad. Así pues, el modelo tiene dos elementos: maximizar la riqueza de la entidad y, al mismo tiempo, garantizar su sostenibilidad financiera (Keay, 2010, pp. 38 y ss.).

10 No entraremos aquí en un análisis pormenorizado de lo que debe entenderse por *stakeholders*. Sin embargo, resulta útil el resumen que propone Boon (2018), que trae a colación las modificaciones adoptadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 en relación con la Propuesta de Directiva que modifica la Directiva 2007/36/EC sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/EU en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre gobierno corporativo (COM[2014]0213-C7-0147/2014-2014/0121[COD]) (pp. 154 y ss.). El Parlamento Europeo propuso la siguiente definición de *stakeholders*: “todo individuo, grupo, organización o comunidad local que se vea afectado por el funcionamiento y los resultados de una empresa o que tenga un interés en ellos”. Sin embargo, esta definición no se incluyó en el texto final de la Directiva (UE) 2017/828. Otras muchas definiciones de *stakeholders* pueden encontrarse en la literatura académica. Por ejemplo, la de Freeman (1984): “Una parte interesada en una organización es (por definición) todos aquellos grupos e individuos que pueden afectar, o se ven afectados por, el cumplimiento del propósito organizativo” [“A stakeholder in a organization is (by definition) all of those groups and individuals that can affect, or are affected by, the accomplishment of organizational purpose”] (p. 25). Otra perspectiva más invasiva es la que proponen Savage *et al.* (1991): “Las partes interesadas incluyen a aquellos individuos, grupos y otras organizaciones que tienen un interés en las acciones de una organización y que tienen la capacidad de influir en ella” [“Stakeholders include those individuals, groups, and other organizations who have an interest in the actions of an organization and who have the ability to influence it”] (p. 61). Estos autores distinguen, además, entre (i) partes interesadas primarias (*primary stakeholders*), como las que tienen un impacto económico directo y necesario en la organización, y (ii) partes interesadas secundarias (*secondary stakeholders*), como las que solamente forman parte indirectamente de la actividad de la empresa, pero que pueden influir en ella. Para examinar las diferentes partes interesadas, se proponen dos dimensiones: (i) la amenaza potencial que representan y (ii) el potencial de cooperación con estas partes interesadas.

11 Hace referencia al mismo Veach (1997, pp. 1211-1212). Un excelente resumen puede encontrarse en Tirado (2009, pp. 1078 y ss.).

12 También conocido como el *loss allocation model*, en la medida en que busca la manera de repartir las pérdidas del modo más justo, tomando en consideración distintas variables e intereses (Tirado, 2009, p. 1079).

ellos si pudieran negociarlo desde una posición *ex ante*. Bajo esta perspectiva, el derecho de la insolvencia está destinado a ser un enorme (y eficiente) dispositivo de cobro de deudas. Se trata, a grandes rasgos, de la escuela del Law & Economics, cuyo máximo representante en el ámbito concursal es el profesor Jackson (1984, 1985, 1986)¹³, y conforme a cuyos postulados las cuestiones sociales no están relacionadas con el derecho de la insolvencia. La pregunta fundamental en materia de insolvencia para Jackson y su escuela es: ¿Qué obtienen los acreedores? Esta visión se centra en la satisfacción de las preferencias individuales y en la “realización de la eficiencia asignativa, mediante la cual los recursos se asignan de acuerdo con su valor expresado por la disposición a pagar de los individuos”. Así las cosas, en el contexto del derecho de insolvencia, la atención se dirige a maximizar el valor únicamente para los acreedores.

Frente a esta postura, la teoría rival incorpora elementos redistributivos y de política pública al derecho de la insolvencia, ampliando su alcance más allá de los acreedores y tomando en consideración a otros *stakeholders* cuyos intereses no son estrictamente crediticios (por ejemplo, personas trabajadoras, consumidores, el Estado, etc.). Bajo esta concepción, el derecho de la insolvencia no aspira únicamente a pagar a los acreedores, sino que existen consideraciones más amplias que deben tenerse en cuenta. Quienes abogan por esta postura consideran simplista decir que el derecho de la insolvencia solamente se ocupa de garantizar que los acreedores obtengan el mayor retorno posible, e insisten en que, si bien la insolvencia de un deudor se manifiesta en términos económicos, la misma tiene importantes implicaciones sociales (Carlson, 1992; Daly, 1990, p. 401; Finch, 1997; Gross, 1997, 1994; Keay, 2000, p. 527; Korobkin, 1991, 1993; Morrison y Anderson, 2013, pp. 179 y ss.; Warren, 1987, 1993).

Trasladando la distinción tomada del gobierno corporativo al ámbito de la insolvencia, denominaremos “acreedorismo” (*claimholderism*) a la postura conforme a la cual los únicos intereses que deben tenerse en cuenta en la legislación sobre insolvencia son los intereses de los acreedores y, por lo tanto, en el contexto de la insolvencia, el objetivo es maximizar el valor exclusivamente para estos —es decir, la postura del enfoque de la negociación *ex ante* con los acreedores o *creditors’ bargain approach* (término que tomamos prestado de Linna, 2019, pp. 210-232)—. Y consideraremos, en este sentido, a la postura contraria (la del beneficio social o *social benefit approach*) como una perspectiva paralela al *stakeholderismo* del

gobierno corporativo, en la medida en que abre la puerta a la consideración de intereses de personas distintas a los acreedores.

Tradicionalmente, la postura dominante ha sido sin duda el “acreedorismo”: durante mucho tiempo, los intereses de los acreedores ha sido los que más han importado (*rectius*, los únicos que han importado) en los procedimientos de insolvencia, que han estado principalmente dirigidos a garantizar un trato igualitario a los acreedores (la famosa *par condicio creditorum*) y a maximizar el valor del patrimonio del deudor insolvente. Hoy en día, en Europa, maximizar la satisfacción de los acreedores sigue siendo el interés primordial (véanse, por ejemplo, los casos de España y Alemania) (Tirado, 2009).

2.4. La irrupción de los *stakeholders* en los procedimientos de insolvencia

Existen varias tendencias que han fortalecido el rol de los *stakeholders* en el ámbito de la insolvencia. Entre las mismas destacan, fundamentalmente, tres: la expansión de los objetivos incluidos en el ámbito de los regímenes de insolvencia, el cambio de enfoque a nivel de armonización en la Unión Europea y el interés en rescatar empresas viables que atraviesan dificultades financieras (Boon, 2018, pp. 160 y ss.).

El primero de estos factores es la *expansión de los objetivos incluidos en el ámbito de los regímenes de insolvencia*. Si bien, hoy en día, la satisfacción de los acreedores continúa siendo el interés principal de la mayoría de los regímenes de insolvencia en Europa, lo cierto es que su alcance se está ampliando para incluir, a menudo con una importancia secundaria, los intereses del deudor, de los empleados o de la sociedad civil. De esta forma, en el plano teórico, aunque la perspectiva del *creditors’ bargain* sigue siendo la predominante, parece que el enfoque social está adquiriendo cada vez más influencia, como demuestra la evolución reciente de las tendencias normativas internacionales. Veamos algunos ejemplos.

El Reglamento Europeo de Insolvencia, en su redacción original del año 2000, no hacía referencia alguna a intereses que no fueran los de los acreedores. Sin embargo, esto cambió con la refundición de 2015, al hilo de la cual se incluyeron referencias a los trabajadores y a la protección de los puestos de trabajo (véanse los considerandos 63 y 72, el artículo 13, etc.).

Otro ejemplo es la Recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque frente a la

13 Jackson (1986) considera el derecho de la insolvencia como una forma de “mejorar un problema común creado por un sistema de remedios individuales de los acreedores” (pp. 16-17). Véase también Baird y Jackson (1984) y Scott y Jackson (1989).

insolvencia y el fracaso empresarial de 2014¹⁴, cuyo Considerando 1 hacía hincapié en un amplio grupo de intereses:

“El objetivo de la presente Recomendación es garantizar que las empresas viables con dificultades financieras, cualquiera que sea su ubicación en la Unión, tengan acceso a unos marcos nacionales de insolvencia que les permitan reestructurarse en una fase temprana con el fin de prevenir la insolvencia y, por lo tanto, *maximizar su valor total para los acreedores, los empleados y los propietarios, así como para el conjunto de la economía*”.

Un hito particular fue la Ley Modelo de la CNUDMI sobre Insolvencia Transfronteriza (1997)¹⁵, cuyo Preámbulo afirma:

“La finalidad de la presente Ley es la de establecer mecanismos eficaces para la resolución de los casos de insolvencia transfronteriza con miras a promover el logro de los objetivos siguientes: (a) La cooperación entre los tribunales y demás autoridades competentes de este Estado y de los Estados extranjeros que hayan de intervenir en casos de insolvencia transfronteriza; (b) Una mayor seguridad jurídica para el comercio y las inversiones; (c) Una administración equitativa y eficiente de las insolvencias transfronterizas, que proteja *los intereses de todos los acreedores y de las demás partes interesadas*, incluido el deudor; (d) La protección de los bienes del deudor, y la optimización de su valor; así como (e) Facilitar la reorganización de empresas en dificultades financieras, a fin de proteger el capital invertido y de *preservar el empleo*”.

Del mismo modo, el artículo 69 de la Guía para su incorporación al derecho interno e interpretación establece que: “la Ley Modelo tiene por objeto servir de instrumento para llegar a una solución coordinada y global para todas las partes interesadas en el procedimiento de insolvencia” (obsérvese que no se alude aquí exclusivamente a los acreedores). Por su parte, el artículo 161 se refiere a: “la finalidad más amplia de la Ley Modelo, a saber, la de promover la cooperación internacional como medio de optimizar los resultados para todos los interesados (o *stakeholders*)”.

Otro ejemplo no europeo de fomento de la participación de los *stakeholders* puede extraerse de Estados Unidos: el American Bankruptcy Institute (ABI) presentó en 2014 un informe tras un amplio estudio sobre una posible reforma del capítulo 11 del *Bankruptcy Code* de Estados Unidos relativo a los procedimientos de reorganización¹⁶.

El objetivo del grupo de trabajo para el informe del American Bankruptcy Institute era: “proponer reformas al Capítulo 11 y a las disposiciones legales relacionadas que equilibren mejor los objetivos de efectuar la reorganización efectiva de los deudores empresariales —con la consiguiente preservación y expansión de puestos de trabajo— y la maximización y realización del valor de los activos para todos los acreedores y partes interesadas (o *stakeholders*)”.

Y finalmente llegamos a la Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva de 2019, que utiliza el término “parte interesada” (o *stakeholder*) en varias ocasiones¹⁷. El Considerando 3 utiliza la expresión “acreedores, trabajadores y otras partes interesadas, así como la economía en su conjunto”. El Considerando 10 establece que: “Toda operación de reestructuración, en particular cuando es de gran envergadura y conlleva repercusiones importantes, debe basarse en un diálogo con *los interesados*”. El Considerando 16 afirma que “La eliminación de los obstáculos a la reestructuración preventiva efectiva de deudores viables en dificultades financieras contribuye a minimizar la pérdida de puestos de trabajo y las pérdidas de valor para los acreedores en la cadena de suministro, permite preservar los conocimientos técnicos y las capacidades y, por lo tanto, *beneficia a la economía en general*”. Según el apartado 6 del artículo 4, los Estados miembros pueden establecer disposiciones que limiten la intervención de una autoridad judicial o administrativa, garantizando al mismo tiempo la salvaguardia de los derechos de “las partes afectadas y de los interesados pertinentes”. El artículo 19 (que se refiere a los deberes de los administradores) establece que, cuando exista probabilidad de insolvencia, los administradores deberán tener en cuenta, como mínimo, “los intereses de los acreedores, tenedores de participaciones y *otras partes interesadas*”. La Directiva no especifica quiénes son esos “otros interesados” y, como se ha puesto acertadamente de manifiesto (Linna, 2019, p. 230), no es fácil determinar dónde se sitúa el énfasis de la Directiva. En efecto, la Directiva únicamente define a las “partes afectadas” como “los acreedores o clases de acreedores y, cuando sea aplicable según la legislación nacional, a los trabajadores y a los accionistas cuyos intereses se vean directamente afectados por un plan de reestructuración” (véase el artículo 2, apartado 1, apartado 2, de la Directiva). Sin embargo, no parece que los conceptos de partes interesadas y de partes afectadas sean coincidentes, ya que el concepto

14 *Commission Recommendation of 12 March 2014 on a new approach to business failure and insolvency* (Text with EEA relevance) (2014/135/EU).

15 *UNCITRAL Model Law on Cross-Border Insolvency with Guide to Enactment and Interpretation* (1997).

16 *American Bankruptcy Institute Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2012-2014)*, Final Report and Recommendations (2014), disponible en: www.commission.abi.org

17 Insiste en esta cuestión Boon (2018), para quien la Comisión Europea está adoptando un “enfoque *stakeholder* integrado” (*integrated stakeholder approach*) en materia de insolvencia.

de partes afectadas no engloba a *todas* las partes interesadas en la reestructuración, sino únicamente a las que se enumeran en la definición del artículo 2, apartado 1, apartado 2, de la Directiva.

En todo caso, que la Directiva no se centra en los intereses de los acreedores queda patente a través de la introducción de los mecanismos de exoneración de deudas (o *fresh start*)¹⁸. Difícilmente puede entenderse que estos mecanismos se prevén en interés de los acreedores (puesto que, precisamente en virtud de estos, verán sus créditos insatisfechos). Al contrario, la exoneración se prevé en interés de los deudores e, incluso, de la sociedad en general (en la medida en que existe un interés común genuino en que los miembros honrados de una determinada comunidad vuelvan a una posición en la que puedan contribuir de nuevo al desarrollo de la economía sin verse lastrados por deudas previas que son incapaces de satisfacer).

El segundo factor que ha influido en el fortalecimiento del rol de los *stakeholders* en la insolvencia es el cambio de enfoque a nivel de armonización en la Unión Europea (Boon, 2018, pp. 160 y ss.). Ciertamente, se ha pasado de la armonización *ad hoc* a la armonización procesal, y de esta a la armonización sustantiva. Hasta el año 2000, en la legislación de la Unión Europea, las cuestiones relativas a la insolvencia eran objeto de una armonización *ad hoc*¹⁹. La adopción del Reglamento Europeo sobre Insolvencia del año 2000 marcó el inicio de una segunda etapa, en la cual se procuró la armonización procesal de los procedimientos de insolvencia transfronterizos. A partir de 2011 se inició una tercera fase marcada por una armonización más intensa del derecho de insolvencia en la Unión Europea, que llevó no solamente a revisar el Reglamento Europeo sobre insolvencia en el año 2015, sino también a la armonización de ciertos elementos de las leyes sustantivas de insolvencia. Ejemplos de esta última etapa, caracterizada por un creciente carácter invasivo de la legislación europea, son

la Recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial de 2014²⁰, la Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva de 2019 y la Propuesta de Directiva relativa a la armonización de determinados aspectos de la legislación en materia de insolvencia que se hizo pública en diciembre de 2022²¹.

Finalmente, el tercer factor que suele identificarse como promotor del auge de la consideración de los intereses de los *stakeholders* en los procedimientos de insolvencia es el foco en *rescatar empresas viables* que atraviesan dificultades financieras. En las últimas dos décadas (a causa quizá de las sucesivas crisis económicas y de la pandemia originada por la COVID-19), se ha producido un cierto cambio de paradigma en las reformas legislativas, que parecen haberse alejado del sacrosanto “paga lo que debes” (*pay what you owe*) a la promoción equilibrada de la continuidad de las empresas en dificultades (Wessels, 2014). Ejemplo de lo anterior son, nuevamente, la Recomendación de la Comisión Europea sobre un nuevo enfoque frente a la insolvencia y el fracaso empresarial de 2014 y la Directiva sobre marcos de reestructuración preventiva de 2019. Este enfoque (que algunos han calificado como “holístico”) (Boon, 2018, pp. 160 y ss.) orientado hacia el rescate de empresas en dificultades (pero económicamente viables) en lugar de hacia la liquidación, no es algo puramente europeo, sino que se deja entrever también en el informe que el American Bankruptcy Institute (ABI) presentó en 2014 sobre una posible reforma del capítulo 11 del Bankruptcy Code de los Estados Unidos²².

2.5. Conclusiones preliminares

Lo descrito en las páginas que anteceden permite afirmar que los objetivos de los procedimientos de insolvencia se están ampliando, de forma que los intereses de los acreedores ya no son los únicos que se toman en consideración (Boon, 2018, p. 160).

18 Como señala Keay (2001), la exoneración del pasivo insatisfecho, que claramente redundará en interés del propio deudor, también satisface dos aspectos de los intereses de la sociedad (p. 217). En primer lugar, existe la preocupación humanitaria de una sociedad desarrollada y solidaria de que las personas puedan liberarse de las cargas de la deuda y recuperar cierta medida de autoestima. En segundo lugar, existe un interés común en que un miembro de la comunidad recupere una posición que le permita contribuir de nuevo al desarrollo de la economía nacional (Weistart, 1977).

19 Por ejemplo, se armonizan ciertos aspectos de la insolvencia en la Directiva sobre transferencia de empresas (Council Directive 2001/23/EC of 12 March 2001 on the approximation of the laws of the Member States relating to the safeguarding of employees' rights in the event of transfers of undertakings, businesses or parts of undertakings or businesses), en la Directiva europea sobre viajes (Council Directive 90/314/EEC, repealed by Directive (EU) 2015/2302 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on package travel and linked travel arrangements) y en la Directiva sobre insolvencia de los empresarios (Directive 2008/94/EC of the European Parliament and of the Council of 22 October 2008 on the protection of employees in the event of the insolvency of their employer).

20 Commission Recommendation of 12 March 2014 on a new approach to business failure and insolvency (Text with EEA relevance) (2014/135/EU).

21 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a la armonización de determinados aspectos de la legislación en materia de insolvencia, COM(2022) 702 final, 2022/0408 (COD).

22 Véase el American Bankruptcy Institute Commission to Study the Reform of Chapter 11 (2012-2014), Final Report and Recommendations (2014), nota previa n.º 39: “El Capítulo 11 trabaja para rehabilitar empresas, preservar empleos y proporcionar valor a los acreedores solo si las empresas en dificultades y sus partes interesadas en realidad utilizan el proceso del capítulo 11 para facilitar una resolución judicial o extrajudicial de las dificultades financieras de la empresa”.

Así pues, de forma más tardía pero ciertamente paralela a lo acontecido en el ámbito del gobierno corporativo²³, la noción de “partes interesadas” (o *stakeholders*) ha irrumpido en el ámbito de los regímenes de insolvencia²⁴. Esto —a mi juicio— resulta indiscutible.

Precisamente por eso hay quienes sostienen (seguramente con razón) que el derecho de la insolvencia ha dejado de ser un mecanismo destinado únicamente al cobro de deudas y que, en consecuencia, ha devenido necesario atender no solamente a los intereses de los acreedores²⁵. Una empresa insolvente no está aislada de su entorno (a diferencia de una deuda entre un acreedor y un deudor, la cual —por definición— normalmente sí resulta independiente del resto del mundo). Las corporaciones modernas forman parte de una gigantesca red de dependencia y, por ello, el rescate eficaz de empresas viables requiere adoptar un enfoque integrador que abarque a un grupo más amplio de partes interesadas, en particular, en una fase temprana de las dificultades financieras. Ciertamente, en circunstancias normales, la confianza y el apoyo de los *stakeholders* de una empresa es un requisito previo para que la reestructuración tenga éxito (Boon, 2018, p. 163). Y viceversa: con el rescate de una empresa viable en dificultades, los intereses de los distintos *stakeholders* se aseguran, en mayor o menor medida, con la protección de los empleos,

el capital humano, la continuación de los acuerdos comerciales, el pago de impuestos, etc.²⁶

Ahora bien, antes de avanzar, debemos realizar una serie de precisiones en relación con la irrupción de los *stakeholders* en los procedimientos de insolvencia. En primer lugar, el hecho de afirmar que los intereses de los *stakeholders* deben tenerse en cuenta en los procedimientos de insolvencia no implica olvidar (ni mucho menos relegar) los demás intereses que la insolvencia trata de proteger, como los de los acreedores. De hecho, los conflictos entre cuestiones de sostenibilidad y cuestiones de insolvencia suelen enquistarse debido a la polarización de la doctrina (que, o bien apoya férrea y absolutamente una de las posturas, o bien plantea una crítica acerada de la otra)²⁷. Sin embargo, reconocer la importancia de los intereses de los *stakeholders* no significa que los intereses de estos últimos prevalezcan sobre cualesquiera otros intereses. Prácticamente nadie defiende que el interés de los *stakeholders* deba prevalecer en los procesos de reestructuración. Simplemente se postula que los intereses de los *stakeholders* deberían incluirse entre los factores a considerar (Veach, 1997, p. 1211; Keay, 2000, p. 533). Por lo tanto, que los intereses de los acreedores sean los principales en los procedimientos de insolvencia no debería necesariamente implicar que se ignoren completamente los intereses de otros *stakeholders* (Linna, 2019, p. 225). En segundo lugar,

23 En 2014, la Comisión Europea publicó una propuesta para revisar dos directivas sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y el gobierno corporativo y promover la participación tanto de los accionistas como de otras partes interesadas en una empresa (Comisión Europea, Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a determinados elementos de la declaración sobre el gobierno corporativo, 9 de abril de 2014, 2014/0121 (COD)). Tanto las propias directivas como esta propuesta apenas se manifiestan sobre la posición de los *stakeholders* distintos de los accionistas. El Parlamento Europeo, en respuesta, dio un paso más y sugirió incluir la posición de todos los *stakeholders* de la empresa (Parlamento Europeo, Enmiendas adoptadas por el Parlamento Europeo el 8 de julio de 2015 sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y la Directiva 2013/34/UE en lo que atañe a determinados elementos de la declaración sobre el gobierno corporativo [COM(2014)0213-C7-0147/2014-2014/0121(COD)]). (Procedimiento legislativo ordinario: primera lectura), P8_TA[2015]0257: “Greater involvement of shareholders in companies’ corporate governance is one of the levels that can help improve the financial and non-financial performance of those companies. Nevertheless, since shareholder rights are not the only long-term factor which needs to be taken into consideration in corporate governance, they should be accompanied by additional measures to ensure a greater involvement of all stakeholders, in particular employees, local authorities and civil society”. Con esta propuesta, el Parlamento Europeo rechazó, de forma más explícita que la Comisión, la perspectiva de la primacía de los accionistas. Sin embargo, en las fases posteriores del proceso legislativo, estas enmiendas no se incluyeron. En el texto final, tal como se adoptó en la Directiva, se reiteró, no obstante, no solo que una mayor participación de los accionistas puede desempeñar un papel en la mejora de los resultados (no) financieros de una empresa, sino también que es importante implicar a otras partes interesadas en el gobierno corporativo. Véase la Directiva (UE) 2017/828, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, considerandos 2, 14 y 16. Con un papel todavía central para el accionista, esta Directiva parece aplicar el mencionado enfoque de la *Enlightened Shareholder Theory (ESV)*.

24 Lo reconocen Wessels y Madaus (2017), quienes, además, proporcionan una definición de *stakeholder* propia de la insolvencia, en los siguientes términos: “Un *stakeholder* puede definirse como cualquier persona cuyos derechos o intereses se vean afectados directa o indirectamente por un procedimiento de insolvencia o reestructuración, razón por la cual puede tener que verse involucrada con arreglo a la legislación sobre insolvencia y reestructuración” (p. 73). Por su parte, Boon (2018, p. 151) señala que la importancia de la participación de los *stakeholders* en el ámbito de la insolvencia fue defendida, por ejemplo, por la comisaria de Justicia, Consumidores e Igualdad de Género de la Unión Europea, Věra Jourová, en su discurso del 16 de junio de 2016 celebrado con motivo del V Congreso Europeo sobre Insolvencia y Reestructuración, donde habló sobre el proceso de armonización del derecho europeo de insolvencia. Hizo hincapié en la importante tarea de los profesionales y jueces de dar vida a la legislación y hacer llegar sus beneficios a todo el mercado interior.

25 En este sentido, Keay (2000, p. 533) y Veach (1997, p. 1224) consideran que tratar una reestructuración como si solamente afectara a unas pocas partes es ver la cuestión de forma bastante simplista.

26 Insisten en esta cuestión Boon (2018, p. 163), que recalca que la actitud hacia la insolvencia ha cambiado a lo largo del tiempo, y también, en el mismo sentido, Keay (2001, p. 226).

27 Reprochan este enquistamiento Keay y De Prez (2001, p. 109).

la consideración de los intereses de los *stakeholders* no es forzosamente una decisión antieconómica y tampoco es, *per se*, económicamente ineficiente, como veremos en la sección siguiente. Por último, tener en cuenta a los *stakeholders* no significa que deban salvarse también a las empresas cuya existencia ha quedado aparentemente obsoleta y cuya prolongación mediante una reorganización sea una pérdida de tiempo y dinero²⁸. Evidentemente, si la empresa vale más liquidada que reorganizada, entonces la reestructuración carecerá de sentido²⁹.

3. El rol de la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia

3.1. Consideraciones generales

La sostenibilidad suele asociarse al “desarrollo sostenible”, que, a su vez, es un marco conceptual normativo que integra el desarrollo económico, el bienestar social y la protección del medio ambiente en la toma de decisiones (Dernbach, 2017, p. 125). El concepto tiene su origen en el Informe de la Comisión Brundtland (1987)³⁰, donde se define la sostenibilidad como “una estrategia de desarrollo social que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades” [*A strategy for social development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own need*]. Las cuatro dimensiones del desarrollo sostenible definidas por la United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization (UNESCO) son los apartados:

medioambiental, económico, social y político. De esta forma, la sostenibilidad es un concepto amplio y la dimensión medioambiental no es la única³¹.

Por su parte, la Agenda 2030 para el Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas afirma la necesidad de “proteger el planeta de la degradación, entre otras cosas mediante el consumo y la producción sostenibles, la gestión sostenible de sus recursos naturales y la adopción de medidas urgentes frente al cambio climático, para que pueda satisfacer las necesidades de las generaciones presentes y futuras” y de “velar por que todos los seres humanos puedan disfrutar de una vida próspera y satisfactoria y por que el progreso económico, social y tecnológico se produzca en armonía con la naturaleza”³².

Prescindiremos aquí de ciertas sistematizaciones que, si bien han sido traídas a colación por la doctrina a la hora de analizar el rol de la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia, no resultan particularmente útiles para el análisis que pretendemos llevar a cabo (por ejemplo, la distinción entre procedimientos sostenibles desde un punto de vista funcional y desde un punto de vista fáctico, o la distinción entre procedimientos sostenibles a nivel interno o a nivel externo)³³.

3.2. La sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia bajo las posturas tradicionales

Según el planteamiento del enfoque de la negociación *ex ante* de los acreedores (*creditors'*

28 Tomamos estas útiles advertencias de una clara defensora del *stakeholder approach*, Gross (1994). Esta autora considera que el enfoque del *Law & Economics* es gravemente erróneo. Señala que hay dos premisas que subyacen a la conclusión de que los intereses de los *stakeholders* en general no son una parte necesaria del debate sobre la insolvencia: la primera es que los intereses de los *stakeholders* son extremadamente difíciles de cuantificar, y esta dificultad explica su ausencia en un modelo económico relativo a la insolvencia. La segunda premisa es que el bienestar de la comunidad no es una preocupación apropiada para la insolvencia (pues la misma pretende únicamente reembolsar a los acreedores de manera eficiente). Para abordar la inadecuación de las premisas del *Law & Economics*, Gross recurre a dos movimientos jurídicos recientes: la teoría jurídica feminista (en particular, la teoría económica feminista) y el comunitarismo, y lo plantea en los términos siguientes “Creo que el modelo económico tradicional es útil, aunque de alcance limitado, porque revela un dato importante que debe tenerse en cuenta al formular la política de insolvencia: el dinero. El dinero no carece de importancia para la insolvencia a muchos niveles. De hecho, los acreedores necesitan que se les pague. Sin embargo, propongo algo más. Sugiero que pensemos en un modelo económico más amplio, un modelo que mida otras cosas utilizando fórmulas diferentes” (p. 1039).

29 Por ejemplo, en caso de un plan de reestructuración, sus efectos no podrían imponerse a los acreedores disidentes —así se desprende de la aplicación de la prueba del interés superior de los acreedores, véanse los artículos 2(1)(6) y 10(2)(d) de la Directiva sobre reestructuración e insolvencia—.

30 Report of the World Commission on Environment and Development (WCED), *Our Common Future*, 1987. El informe fue elaborado por distintas naciones en 1987 para la ONU, por una comisión encabezada por la doctora Gro Harlem Brundtland, entonces primera ministra de Noruega. Originalmente, se llamó Nuestro Futuro Común (*Our Common Future*, en inglés).

31 Aunque el aspecto medioambiental es una parte importante de la sostenibilidad, limitar el concepto de sostenibilidad únicamente a las cuestiones medioambientales habría sido un grave error (véase el “Prólogo” del Report of the World Commission on Environment and Development (WCED), *Our Common Future*, 1987).

32 “Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development”, United Nations, p. 3 (points “Planet” and “Prosperity”).

33 Es Linna (2019) quien acuña estas distinciones en el ámbito de la insolvencia (pp. 215 y ss.). En primer lugar, esta autora divide los procedimientos de insolvencia en función de si la función principal del procedimiento es preservar los recursos. Si es la función principal, los procedimientos se denominan en este artículo procedimientos sostenibles desde el punto de vista funcional. El otro grupo está formado por distintos tipos de procedimientos que preservan los recursos como “subproductos”, sin que la sostenibilidad sea su función principal. A estos procedimientos los denomina procedimientos sostenibles desde el punto de vista fáctico. En segundo lugar, establece una separación entre los puntos de vista de sostenibilidad interna y externa de los procedimientos. La sostenibilidad interna está relacionada con el resultado de los procedimientos, es decir, si los procedimientos producen sostenibilidad, por ejemplo, protección de los recursos naturales o humanos. Por el contrario, la sostenibilidad externa se refiere a los propios procedimientos y dependerá de si los mismos se gestionan de forma sostenible. Ambos aspectos pueden existir en paralelo. Por ejemplo, un procedimiento simplificado y eficaz de reestructuración de la deuda que conserve una fábrica en funcionamiento con motores y patentes, así como los puestos de trabajo, es el procedimiento sostenible en un doble sentido: el resultado del procedimiento es sostenible y el propio procedimiento funciona de forma sostenible.

bargain approach)³⁴, dar prioridad a fines sostenibles resulta inadmisibles si ello implica una recuperación menor para los acreedores. Para esta postura, las normas sobre insolvencia aspiran a maximizar el valor únicamente para los acreedores. En cambio, según el enfoque del beneficio social (*social benefit approach*)³⁵, que proclama que las leyes deben servir a diversos intereses de la sociedad, entonces sería factible incluir objetivos de desarrollo sostenible en una reestructuración, incluso aunque prevean una recuperación menor para los acreedores.

Como hemos visto, si bien la segunda postura está ganando protagonismo en el ámbito del derecho de la insolvencia (con la irrupción del protagonismo de los *stakeholders* en los procedimientos de reestructuración de empresas viables), no puede afirmarse que la adopción de políticas sostenibles en un procedimiento de reestructuración justifique por sí misma que los acreedores obtengan un menor retorno, y ello porque, como explicábamos en las páginas que anteceden, la satisfacción de los acreedores continúa siendo el objetivo primordial de los procedimientos de insolvencia, al cual todos los demás deben estar subordinados.

3.3. Ensayo de un nuevo enfoque basado en la viabilidad

No obstante, es posible (al menos, teóricamente) hallar una forma de fomentar la preocupación por la sostenibilidad en las operaciones de reestructuración que comulgue con las dos posiciones anteriores, esto es, que permita dar entrada a objetivos de desarrollo sostenible como parte de las medidas incluidas en una reestructuración de forma alineada con los intereses de los acreedores.

Ahora bien, para ello resulta necesario vincular (de manera demostrable) las políticas de sostenibilidad a la viabilidad de la empresa. En efecto, cuando la adopción de medidas sostenibles sea una condición *sine qua non* para la viabilidad futura de la empresa, y puesto que la viabilidad es a su vez una condición previa para la reestructuración, entonces podría alcanzarse un equilibrio entre los intereses de los acreedores y los intereses de las demás partes interesadas. De esta forma, a los acreedores se les plantearía un determinado retorno que vendría

condicionado (y sería, por ello, dependiente) de la adopción de políticas sostenibles, en la medida en que la viabilidad futura de la empresa dependería, a su vez, de estas últimas.

Normalmente, este esquema procedería cuando la adopción de políticas sostenibles resulte imprescindible para que la empresa en dificultades recupere un nivel de competitividad aceptable en un determinado mercado (por ejemplo, cuando la viabilidad esté vinculada a una mejora de la cuota de mercado y dicha mejora dependa de la percepción, por parte de los consumidores, de que la empresa ha adoptado políticas sostenibles) o para atraer financiación nueva o interina (piénsese que, cada vez más, las entidades financieras favorecen la financiación de empresas sostenibles) (Linna, 2019, pp. 227 y 228)³⁶. En ambos casos (tanto para mejorar la competitividad a través de la reputación como para atraer *fresh money* por la vía del *green finance*), las políticas de sostenibilidad vendrían indisolublemente ligadas a la viabilidad futura de la empresa. Naturalmente, este análisis tendría que realizarse caso por caso. En definitiva, en escenarios inciertos, cuando se trata de realizar previsiones sobre el futuro desempeño de una empresa viable, podría ser posible incluir consideraciones de sostenibilidad sin perjudicar los intereses primordiales de los acreedores, siempre y cuando estas consideraciones de sostenibilidad estén relacionadas con la viabilidad de la empresa.

En el plano estrictamente teórico, hacer depender la adopción de políticas sostenibles de su vinculación con la viabilidad de la empresa tiene sentido por tres motivos fundamentales³⁷. En primer lugar, porque la viabilidad constituye, en todo caso, un requisito para la reestructuración: únicamente pueden reestructurarse deudores viables (véanse, por ejemplo, los Considerandos 3, 24 y 26, y el artículo 4 de la Directiva sobre reestructuración e insolvencia).

En segundo lugar, porque la conservación de empresas viables es en sí misma sostenible, dado que conlleva una conservación útil de los recursos³⁸. Tanto desde la óptica de la sostenibilidad como desde la óptica de la insolvencia, existe una importante diferencia entre la liquidación fragmentada de una empresa (esto es, vender

34 Nos remitimos a las referencias citadas en la nota al pie n.º 15, *supra*.

35 Nos remitimos a las referencias citadas en la nota al pie n.º 16, *supra*.

36 Ciertamente, el cumplimiento de una política corporativa de sostenibilidad puede atraer financiación gracias a la mejora de la reputación de la empresa entre inversores y bancos.

37 Es cierto que los horizontes temporales de la viabilidad y de la sostenibilidad son diferentes, pues mientras la sostenibilidad está más orientada al largo plazo, la viabilidad se evalúa normalmente a medio plazo. Sin embargo, no consideramos que lo anterior constituya un obstáculo insalvable para el enfoque que proponemos, dado que, en ambos casos, lo que debe evitarse es el cortoplacismo. (Linna, 2019, p. 227).

38 En efecto, Bauer y Krasodomska (2015) señalan que la reestructuración de empresas en dificultades puede considerarse alineada con la sostenibilidad, en la medida en que la finalidad de este tipo de operaciones no solamente es pagar las deudas a los acreedores, sino también proteger los puestos de trabajo, mantener relaciones positivas con los contratistas y cooperar con el entorno económico (p. 27).

los activos del deudor) y la enajenación unitaria de la misma (es decir, vender la empresa en su conjunto), dado que, en este último caso, puede mantenerse el valor añadido que representa el negocio (en comparación con la disgregación de valor que se produce en las ventas fragmentadas). Confluyen aquí el derecho de la insolvencia y el desarrollo sostenible, en el bien entendido de que: (i) la continuidad ininterrumpida del negocio del deudor constituye un procedimiento sostenible funcionalmente que permite rescatar o salvar las partes viables de una empresa (evitándose así la pérdida o la destrucción de cualquier tipo de recursos)³⁹; y (ii) también es la opción preferible desde una perspectiva estrictamente concursal, en la medida en que, previsiblemente, reportará un mayor valor a los acreedores⁴⁰. Tangencialmente, téngase en cuenta que, tanto desde la óptica del desarrollo sostenible como desde la perspectiva de la insolvencia, resulta indiferente que al frente de la actividad continúe el deudor (en caso, por ejemplo, de un plan de reestructuración) o un tercer adquirente (en caso de *pre-pack* o de enajenación de una unidad productiva en el seno del concurso de acreedores) (Linna, 2019, p. 219).

Ciertamente, la idea básica en la cual se basa el desarrollo sostenible es bastante simple: el propósito es preservar y proteger no solamente los recursos naturales existentes, sino también los manufacturados. En consecuencia, la continuidad es un aspecto importante de la sostenibilidad (Becker, 2012, p. 10; Linna, 2019, p. 214). El mismo elemento aparece tanto en los Considerandos de la Directiva (en particular, cuando se señala que la reestructuración debe permitir a los deudores en dificultades financieras continuar con sus negocios, en su totalidad o en parte) como en el artículo 2(1)(1), donde se define “reestructuración” como el “cambio de la composición, condiciones o estructura de los activos y pasivos de un deudor o cualquier otra parte de la estructura de capital del deudor, como las ventas de activos o partes de la empresa y, cuando así lo establezca la legislación nacional, la venta de la empresa como empresa en funcionamiento, así como cualquier cambio operativo necesario, o una combinación de esos elementos”. En consecuencia, la idea principal de la Directiva (esto es, la

reestructuración preventiva) está en consonancia con la sostenibilidad, dado que el propósito de la reestructuración preventiva es precisamente retener los recursos existentes tratando de asegurar la continuación de un negocio viable⁴¹.

En tercer lugar (corolario de la anterior), la conservación de empresas inviables resulta intrínsecamente contraria a la sostenibilidad, pues implica un despilfarro de recursos que podrían aprovecharse mejor de modo diferente. Dicho de otra forma, la continuación solamente será sostenible si la empresa es viable (de lo contrario, constituirá un desperdicio de recursos). Continuar de forma persistente con los negocios no rentables de un deudor y utilizar en vano los recursos naturales y de otro tipo supone un doble fracaso, tanto desde el punto de vista de la insolvencia como desde la perspectiva del desarrollo sostenible (Linna, 2019, p. 230).

La conclusión es que una reestructuración “verde” solamente resultaría admisible en la medida en que la adopción de políticas sostenibles tenga un impacto (esperado) positivo en el precio de venta o en la viabilidad de la compañía. En otras palabras, es necesario que la adopción de un enfoque sostenible permita anticipar un mayor retorno a los acreedores. Habida cuenta de que la rentabilidad tradicional resulta decisiva en la definición de lo que debe entenderse por “interés del concurso”, la sostenibilidad (entendida en los términos más amplios posibles, como conservación de *know-how*, recursos naturales o empleo) solamente entrará en juego cuando constituya una condición para alcanzar esa rentabilidad tradicional⁴². A falta de lo anterior, no parece existir apoyo legal para optar por alternativas sostenibles en la reestructuración de una compañía. Cuestión distinta, evidentemente, es que medie consentimiento de los acreedores para percibir un menor retorno a cambio de que la reestructuración de su deudor se realice bajo una óptica sostenible (por ejemplo, cuando abstenerse de obtener un retorno máximo en los procedimientos de insolvencia en favor de la sostenibilidad esté en consonancia con sus propias estrategias empresariales y políticas a largo plazo) (Linna, 2019, p. 218).

39 En palabras de Linna (2019): “Desde una perspectiva de pura sostenibilidad, debe evitarse la pérdida de cualquier tipo de recursos” (p. 223).

40 Citamos nuevamente a Linna (2019), quien señala que, desde el punto de vista de la sostenibilidad, hay una diferencia importante entre vender los activos de un deudor y vender su empresa (p. 217). En este último caso, el valor añadido acumulado en el negocio (en comparación con los meros activos desagregados) puede mantenerse. Desde el punto de vista de la sostenibilidad, la continuación ininterrumpida del negocio es un procedimiento funcional de sostenibilidad para salvar su parte viable.

41 Sin embargo, como señala Linna (2019), desde el punto de vista de la sostenibilidad, la Directiva no es clara ni exhaustiva, y no es profundamente consciente de la sostenibilidad —en comparación con la estrategia Europa 2020— (p. 229). Se podría decir que el legislador de la Unión no tenía en mente ninguna reestructuración “verde”. Hasta cierto punto, se ha considerado el capital humano, en forma de protección de los trabajadores. En cambio, por ejemplo, se han pasado por alto los aspectos ecológicos.

42 Así lo recuerda Linna (2019): “Much depends on the law: when traditional profitability is decisive, saving know-how, natural resources or employment plays no role in estimating viability. However, these resources must also be considered if they are, in reality, conditions for reaching traditional profitability. For example, an essential question may concern whether the current workforce of the company is competent and motivated or whether operations can continue without materialisation of responsibility for environmental damages” (p. 215).

De esta forma, aunque la finalidad principal de una reestructuración no sea alcanzar objetivos de desarrollo sostenible, nada obsta a que tales objetivos se alcancen de forma colateral. Las reestructuraciones giran en torno a la continuación del negocio de un deudor y la preservación (en la medida de lo posible) del valor añadido que alberga la empresa. Así pues, el objetivo no es la preservación de los recursos como tales, sino el mantenimiento del negocio que tenga potencial de rentabilidad. La empresa deudora puede tener que renunciar, por ejemplo, a algunas inversiones costosas para aplicar el plan de reestructuración, aunque ello suponga una pérdida de recursos: en la reestructuración no hay razón para mantener una parte no rentable del negocio, aunque se pierdan y desperdicien los recursos invertidos. De este modo, los objetivos de desarrollo sostenible solamente podrán ser resultados subordinados, mientras que el restablecimiento de la rentabilidad de la empresa del deudor será el principal objetivo de la reestructuración (Linna, 2019, p. 223).

Para terminar, téngase en cuenta que, bajo esta perspectiva, también es posible la situación contraria, esto es, que la viabilidad requiera abandonar políticas sostenibles. En efecto, si las razones de las dificultades financieras se derivan de un acento demasiado fuerte en la sostenibilidad (que provoque costes adicionales en comparación con los competidores y con las exigencias del mercado), resulta necesario suavizar los esfuerzos en materia de sostenibilidad. Y, en tales casos, la reestructuración no será verde, sino todo lo contrario.

4. La preferencia legal expresa por propuestas sostenibles

4.1. El caso de la Ley Concursal española

La última cuestión que abordaremos en este trabajo es la conveniencia de incluir expresamente en la ley una preferencia por las propuestas orientadas a un desarrollo sostenible, aunque las mismas impliquen una menor tasa de recuperación para los acreedores. Si bien la mera sugerencia de lo anterior seguramente haría estremecerse a buena parte de la más autorizada doctrina concursalista, lo cierto es que la Ley Concursal española ya prevé algo semejante para las operaciones ordinarias de liquidación en el concurso de acreedores, pues es posible que se adjudique la venta de la empresa en funcionamiento a una oferta inferior económicamente, siempre que “se garantice en mayor medida la continuidad de la empresa en su conjunto o, en su caso, de la unidad productiva y de los puestos de trabajo” (art. 219.1 LC) o bien que la oferta provenga “de personas trabajadoras interesadas en la sucesión de la empresa mediante la constitución de sociedad cooperativa o laboral”

(art. 219.2 LC). Sin embargo, la propia Ley Concursal establece un límite cuantitativo, ya que la oferta ganadora no puede diferir en más de un quince por ciento de la mejor en términos económicos.

En otras palabras, en las ventas de empresas en funcionamiento que se producen en el seno del concurso de acreedores, en España está aceptado minorar la tasa de recuperación de los acreedores si ello favorece la continuidad empresarial y los puestos de trabajo, pero solamente hasta cierto punto, ya que se limita cuantitativamente el perjuicio que resulta admisible para los acreedores. La fijación de este límite en un quince por ciento es absolutamente discrecional y constituye una opción de política legislativa que consideramos perfectamente válida.

No podemos dejar de mencionar, sin embargo, que se trata de una norma de delicada interpretación, pues menciona (como si fueran objetivos siempre alineados) “la continuidad de la empresa en su conjunto o, en su caso, de la unidad productiva y de los puestos de trabajo” y “la mejor y más rápida satisfacción de los créditos de los acreedores”. El elemento perturbador es el uso de la conjunción copulativa “y”, en el bien entendido de que es posible que la oferta que garantice la continuidad de los puestos de trabajo no sea aquella que procure la “mejor” satisfacción de los créditos de los acreedores.

En todo caso, dejando a un lado estas dudas interpretativas, se podría decir que este tipo de enfoque representa un equilibrio entre los intereses de los acreedores (y la recuperación de los créditos) y los intereses de otras partes interesadas, en línea con las tendencias regulatorias que analizábamos en la primera parte de este trabajo.

4.2. Análisis crítico

Al hilo del caso español expuesto anteriormente, consideramos pertinente analizar si resulta conveniente, al menos desde un plano estrictamente teórico, que se incluya una preferencia expresa por las propuestas sostenibles en las reestructuraciones empresariales, aunque estas propuestas (más sostenibles) supongan una menor recuperación económica para los acreedores. La clave está en determinar si el derecho de la insolvencia es la herramienta adecuada para abordar las preocupaciones en materia de sostenibilidad. No se trata de una cuestión baladí, pues existe una posición bien fundada entre los expertos en derecho societario muy crítica con la inclusión de la sostenibilidad entre los fines de las corporaciones, argumentando que el derecho societario (al ser derecho privado) no es el instrumento correcto para tratar estas

cuestiones⁴³. Esta postura se basa, por un lado, en que la experiencia muestra que los resultados de estas estrategias empresariales son muy reducidos (Bebchuk y Tallarita, 2020, 2022) y, por otro lado, en que el uso del derecho de sociedades para alcanzar objetivos de sostenibilidad implica una suerte de “funcionalización” del derecho privado, cuyos fines no son ni la corrección de injusticias ni la búsqueda de un medio ambiente más limpio. Según esta postura, como la sostenibilidad es un asunto de interés público, es el derecho público el que debe ocuparse de las preocupaciones medioambientales, culturales o de diversidad. Confiar la tutela del interés de la colectividad a los directivos de las grandes corporaciones, se afirma, puede retrasar aquellas reformas que aporten una tutela real a los intereses que quieren protegerse (Recalde, 2022, p. 446; Roe, 2021 y Ferrarini, 2021, citados en Recalde, 2022; Fleischer, 2021).

Resulta interesante examinar si la crítica proveniente del derecho societario puede extenderse al derecho de la insolvencia, es decir, si el derecho de la insolvencia debe considerarse una rama del derecho intrínsecamente privada (y, por tanto, utilizarla para alcanzar objetivos de interés público resulta inadecuado) o si, por el contrario, puede argumentarse que el derecho de la insolvencia no es totalmente privado y que, por lo tanto, sí podrían abordarse a través del mismo consideraciones de interés público.

La respuesta a la dimensión privada o pública del derecho de la insolvencia se encuentra, nuevamente, polarizada en torno a las dos posturas tradicionales (y antagonistas) que hemos analizado anteriormente. Conforme a la teoría del *creditors' bargain*, el derecho de insolvencia es un ámbito del derecho claramente categorizado como privado y relativo, *inter alia*, al problema de los acreedores que no cobran lo que legalmente se les debe. El foco del derecho de la insolvencia se sitúa así en los

derechos de los acreedores frente a los deudores y aquello que los primeros recibirán de los segundos en concepto de pago de la deuda (si es que llegan a percibir algo) (Keay, 2000, p. 509).

La postura contraria, alineada con la teoría *stakeholder* y con el enfoque del beneficio social, considera que el ámbito de la legislación sobre insolvencia va más allá del incumplimiento, por parte del deudor, de sus compromisos financieros. Se insiste, al respecto, en que el derecho de la insolvencia ha evolucionado en el sentido de no solo establecer medidas para la satisfacción de los acreedores, sino también para el rescate de empresas viables que atraviesan dificultades (de modo que puedan seguir operando en el mercado), en el bien entendido de que la reestructuración del deudor no beneficia únicamente a los acreedores (que cobran más de lo que cobrarían si el deudor fuese liquidado en el seno de un concurso), sino también al propio deudor (que evita la liquidación), y para otras partes interesadas (como los empleados del deudor, que conservan sus puestos de trabajo). Todo ello explica la existencia de numerosas voces a nivel internacional (Fletcher, 1997, p. 395; Keay, 2000, 2001, 2010; Keay y De Prez, 2001; Gross, 1994, p. 1031; Veach, 1997, p. 1214) que se alzan en defensa de la consideración del derecho de la insolvencia como un asunto de interés público⁴⁴.

Sin entrar en la definición concreta del interés público que se ventila en los procedimientos de insolvencia (pues se trata de una expresión de contenido nebuloso y de difícil concreción) (Keay, 2000, p. 519), basta con decir, a los efectos del régimen de la insolvencia, que el interés público implica tener en cuenta intereses más amplios que los de las partes directamente implicadas en una situación de insolvencia determinada, es decir, el deudor y los acreedores. En otras palabras, el interés público no está conformado por los intereses de los acreedores y del deudor en un caso concreto,

43 Reproducimos aquí, por su claridad, las palabras de Recalde (2022): “la implicación de las sociedades en la tutela del medioambiente, el cambio climático, la infancia o los derechos de los trabajadores son, sin duda, objetivos encomiables. Más cuestionable es que los deba perseguir el derecho de sociedades. Esto conlleva una funcionalización del derecho privado, cuando sus fines no son corregir desigualdades u otras injusticias, ni conseguir un mundo más limpio y saludable. Aunque la conveniencia de atender estos fines debe darse por descontado, es discutible que deban internalizarse en la gestión de la sociedad y no que se satisfagan a través de la regulación. La experiencia muestra que los resultados de esas estrategias empresariales son muy reducidos. Además, confiar la persecución de objetivos públicos a las empresas puede ser contraproducente, si con ello se frena la adopción de medidas con instrumentos de derecho público, que son los propios para esos fines” (p. 472).

44 Una encendida defensa de los intereses públicos subyacentes al derecho de la insolvencia puede encontrarse en Keay (2000, pp. 521 y ss.). Este autor menciona, entre otros, el Informe de la Comisión de Revisión del Derecho de la Insolvencia inglés (*Report of the Review Committee on Insolvency Law and Practice*, 1982, comúnmente conocido como el “Cork Report”), una investigación y un conjunto de recomendaciones sobre la modernización y reforma de la legislación británica sobre insolvencia, que constituye un precedente de la Insolvency Act de 1986 y donde se reconoció abiertamente que la insolvencia en Inglaterra jamás había sido tratada como un asunto puramente privado entre el deudor y sus acreedores. El párrafo 204 afirma, en este sentido, lo siguiente: “Creemos que la preocupación por la subsistencia y el bienestar de las personas que dependen de una empresa, que puede ser el sustento de toda una ciudad o incluso de una región, es un factor legítimo que debe tener en cuenta una ley de insolvencia moderna. La reacción en cadena derivada de una insolvencia puede ser tan desastrosa para los acreedores, los trabajadores y la comunidad que no debe pasarse por alto”. El párrafo 1734 afirma, por otra parte, que la insolvencia “nunca ha sido tratada en el derecho inglés como un asunto exclusivamente privado entre el deudor y sus acreedores; siempre se ha reconocido que la propia comunidad tiene un importante interés en ellos”. En idéntico sentido, Fletcher (1997): “Puede decirse que la legislación inglesa sobre insolvencia ha desarrollado durante los últimos cien años aproximadamente una serie de principios entrelazados que destacan por su aceptación de la primacía del interés público en maximizar la detección y el castigo del fraude y otras formas de mala conducta del deudor” (p. 395).

ya que es muy distinto de tales intereses: el interés público no puede entenderse como una mera acumulación o amalgama de intereses privados. De ahí que, tradicionalmente, el interés público se haya contrapuesto a los intereses de los acreedores y a los del deudor, al trascender los intereses individuales de ambas partes (Keay, 2000, p. 525). Como muestra de la presencia de intereses públicos en los procedimientos de insolvencia, suelen traerse a colación tanto la existencia de entidades *too big to fail* como, en relación con las personas físicas, los mecanismos de segunda oportunidad (Bauer y Krasodomska, 2015, pp. 26-27). De todas formas, el peso que debe tener el interés público en los procedimientos de insolvencia constituye, en todo caso, una cuestión de política legislativa (Keay, 2000, p. 526). Solamente al legislador corresponde determinar hasta qué punto los intereses de los acreedores tienen que hacerse a un lado, pues de ello depende que exista suficiente seguridad jurídica y los acreedores puedan adaptar su funcionamiento al marco normativo (Linna, 2019, p. 225).

En definitiva, dependiendo del punto de vista que adoptemos sobre la naturaleza de la legislación concursal, la inclusión expresa de objetivos de desarrollo sostenible en las normas de insolvencia que regulan los procesos de reestructuración empresarial se considerará adecuada o inadecuada.

5. Conclusiones

Primera. El papel que puede jugar la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia depende, en última instancia, de la postura que se tenga en relación con los objetivos que estos últimos deben perseguir. Para el enfoque de la negociación *ex ante* con los acreedores (*creditors' bargain approach*) en el contexto del derecho de insolvencia, la atención se centra en maximizar el valor únicamente para los acreedores. Por el contrario, la teoría del beneficio social (*social benefit approach*) incorpora elementos redistributivos y de política pública al derecho de la insolvencia, ampliando su alcance más allá de los acreedores y tomando en consideración a otros *stakeholders* cuyos intereses no son estrictamente crediticios (por ejemplo, personas trabajadoras, consumidores, el Estado, etc.).

Segunda. Trasladando la distinción tomada del gobierno corporativo al ámbito de la insolvencia, hemos denominado "acrededorismo" (*claimholderism*) a la postura conforme a la cual los únicos intereses que deben tenerse en cuenta en la legislación sobre insolvencia son los intereses de los acreedores y, por lo tanto, en el contexto de la insolvencia, el objetivo es maximizar el valor exclusivamente para estos (es decir, la postura del enfoque de la negociación *ex ante* con los acreedores o *creditors' bargain approach*). Y hemos considerado a la postura contraria (la del beneficio social o *social*

benefit approach) como una perspectiva paralela al *stakeholderismo* del gobierno corporativo, en la medida en que abre la puerta a la consideración de intereses de personas distintas a los acreedores.

Tercera. Tradicionalmente, la postura dominante ha sido sin duda el "acrededorismo": durante mucho tiempo, los intereses de los acreedores ha sido los que más han importado (*rectius*, los únicos que han importado) en los procedimientos de insolvencia. Hoy en día, en Europa, maximizar la satisfacción de los acreedores sigue siendo el interés primordial. Sin embargo, pueden identificarse varias tendencias recientes que han fortalecido el rol de los *stakeholders* en el ámbito de la insolvencia. Entre las mismas destacan, fundamentalmente, tres: la expansión de los objetivos incluidos en el ámbito de los regímenes de insolvencia, el cambio de enfoque a nivel de armonización en la Unión Europea y el interés en rescatar empresas viables que atraviesan dificultades financieras.

Cuarta. Puede afirmarse, por lo tanto, que los objetivos de los procedimientos de insolvencia se están ampliando, de forma que los intereses de los acreedores ya no son los únicos que se toman en consideración. Así pues, de forma más tardía pero ciertamente paralela a lo acontecido en el ámbito del gobierno corporativo, la noción de "partes interesadas" (o *stakeholders*) ha irrumpido en el ámbito de los regímenes de insolvencia. Ello no implica olvidar (ni mucho menos relegar) los demás intereses que la insolvencia trata de proteger, como los de los acreedores. Ciertamente, reconocer la importancia de los intereses de los *stakeholders* no significa necesariamente que los intereses de estos últimos deban prevalecer sobre cualesquiera otros intereses. Simplemente se postula que los intereses de los *stakeholders* deberían incluirse entre los factores a considerar.

Quinta. Bajo las posturas tradicionales, el rol que pueda tener la sostenibilidad en los procedimientos de insolvencia es una cuestión polarizada: según el planteamiento del enfoque de la negociación *ex ante* de los acreedores (*creditors' bargain approach*), dar prioridad a fines sostenibles resulta inadmisibles si ello implica una recuperación menor para los acreedores. Para esta postura, las normas sobre insolvencia aspiran a maximizar el valor únicamente para los acreedores. En cambio, según el enfoque del beneficio social (*social benefit approach*), que proclama que las leyes deben servir a diversos intereses de la sociedad, entonces sería factible incluir objetivos de desarrollo sostenible en una reestructuración, incluso aunque prevean una recuperación menor para los acreedores.

Sexta. En el presente trabajo se ensaya una forma de fomentar la preocupación por la sostenibilidad en las operaciones de reestructuración que

comulgue con las dos posiciones anteriores, esto es, que permita dar entrada a objetivos de desarrollo sostenible como parte de las medidas incluidas en una reestructuración de forma alineada con los intereses de los acreedores. Para ello resulta necesario vincular (de manera demostrable) las políticas de sostenibilidad a la viabilidad de la empresa. En efecto, cuando la adopción de medidas sostenibles sea una condición *sine qua non* para la viabilidad futura de la empresa, y puesto que la viabilidad es a su vez una condición previa para la reestructuración, entonces podría alcanzarse un equilibrio entre los intereses de los acreedores y los intereses de las demás partes interesadas. Normalmente, este esquema procedería cuando la adopción de políticas sostenibles resulte imprescindible para que la empresa en dificultades recupere un nivel de competitividad aceptable en un determinado mercado (por ejemplo, cuando la viabilidad esté vinculada a una mejora de la cuota de mercado y dicha mejora dependa de la percepción, por parte de los consumidores, de que la empresa ha adoptado políticas sostenibles) o para atraer financiación nueva o interina (por la vía del *green finance*).

Séptima. En el plano estrictamente teórico, hacer depender la adopción de políticas sostenibles de su vinculación con la viabilidad de la empresa tiene sentido por tres motivos fundamentales. En primer lugar, porque la viabilidad constituye, en todo caso, un requisito para la reestructuración, dado que únicamente pueden reestructurarse deudores viables. En segundo lugar, porque la conservación de empresas viables es en sí misma sostenible, dado que conlleva una conservación útil de los recursos. Y, en tercer lugar (corolario de la anterior), la conservación de empresas inviables resulta intrínsecamente contraria a la sostenibilidad, pues implica un despilfarro de recursos que podrían aprovecharse mejor de otro modo.

Octava. Finalmente, en cuanto a si resulta conveniente, al menos desde un plano estrictamente teórico, que se incluya una preferencia expresa por las propuestas sostenibles en las reestructuraciones empresariales, aunque estas propuestas (más sostenibles) supongan una menor recuperación económica para los acreedores. La clave está en determinar si el derecho de la insolvencia es el instrumento o la herramienta adecuada para abordar las preocupaciones en materia de sostenibilidad, pues dependiendo del punto de vista que adoptemos sobre la naturaleza de la legislación concursal, la inclusión expresa de objetivos de desarrollo sostenible en las normas de insolvencia que regulan los procesos de reestructuración empresarial se considerará adecuada o inadecuada. Conforme a la teoría del *creditors' bargain*, el derecho de insolvencia es un ámbito del derecho claramente

categorizado como privado y, por lo tanto, utilizarlo para alcanzar objetivos de interés público resulta inadecuado. La postura contraria, alineada con la teoría *stakeholder* y con el enfoque del beneficio social, se alzan en defensa de la consideración del derecho de la insolvencia como un asunto de interés público. Conforme a esta última perspectiva, en los procedimientos de insolvencia pueden perseguirse objetivos de interés público, aunque ello constituye, en todo caso, una cuestión de política legislativa.

Bibliografía

Atkins, S. y Luck, K. (2021). Restructuring – a key pillar of the global commitment to 'build back better'. *Insolvency & Restructuring International*, 15(2), 24-25.

Baird, D. G. y Jackson, T. (1984). Corporate Reorganisations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy. *University of Chicago Law Review*, 51(1), 97-130.

Bebchuk, L. A. y Tallarita, R. (2020). The illusory promise of Stakeholder Governance. *Cornell Law Review*, 106, 91-178.

Bebchuk, L. A. y Tallarita, R. (2022). The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation. *Journal of Corporation Law*, 48, 37-75.

Becker, C. (2012). *Sustainability Ethics and Sustainability Research*. Springer.

Bauer, K. y Krasodomska, J. (2015). The premises for corporate social responsibility in insolvency proceedings. *Research Papers of Wroclaw University of Economics*, (387), 20-29.

Baumfield, V. (2016). Stakeholder Theory from a Management Perspective: Bridging the Shareholder/Stakeholder Divide. *Australian Journal of Corporate Law*, 31(1), 187-207.

Boon, G. J. (2018). Harmonising European Insolvency Law: The Emerging Role of Stakeholders. *International Insolvency Review*, 27, 150-177.

Carlson, D. G. (1992). Bankruptcy Theory and the Creditors' Bargain. *University of Cincinnati Law Review*, 61(2), 457-510.

Daly, N. (1990). Amicus Curiae and the Public Interest: A Search for a Standard. *Law & Society*, 12(4), 389-420.

Dernbach, J. C. (2017). Sustainable Development in Law Practice: A Lens for Addressing All Legal Problems. *Denver University Law Review*, 95(1), 123-192.

Finch, V. (1997). The measures of insolvency law. *Oxford Journal of Legal Studies*, 17(2), 227-251.

- Fleischer, H. (2021). Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law. *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 18(2), 161-189.
- Fletcher, G. P. (1997). Juggling with the Norms: The Conflict Between Collective and Individual Rights under Insolvency Law. En R. Cranston (ed.), *Making Commercial Law* (pp. 391-417). Oxford University Press.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Gross, K. (1994). Taking Community Interests into Account in Bankruptcy: An Essay. *Washington University Law Review*, 72(3), 1031-1048.
- Gross, K. (1997). *Failure and Forgiveness: Rebalancing the Bankruptcy System*. Yale University Press.
- Harper Ho, V. E. (2010). Enlightened Shareholder Value: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide. *Journal of Corporation Law*, 36(1), 59-113.
- Hart, O. (1993). An Economist's View of Fiduciary Duty. *University of Toronto Law Journal*, 43(3), 299-313.
- Jackson, T. (1984). Avoiding Powers in Bankruptcy. *Stanford Law Review*, 36(3), 725-787.
- Jackson, T. (1985). The Fresh Start Policy in Bankruptcy Law. *Harvard Law Review*, 98(7), 1393-1448.
- Jackson, T. (1986). *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Harvard University Press.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keay, A. (2000). Insolvency law: a matter of public interest? *Northern Ireland Legal Quarterly*, 51(4), 509-534.
- Keay, A. (2001). Balancing Interests in Bankruptcy Law. *Common Law World Review*, 30(2), 206-236.
- Keay, A. (2010). The Ultimate Objective of the Company and the Enforcement of the Entity Maximisation and Sustainability Model. *Journal of Corporate Law Studies*, 10, 35-72.
- Keay, A., y De Prez, P. (2001). Insolvency and Environmental Principles: A Case Study in a Conflict of Public Interests. *Environmental Law Review*, 3(2), 90-112.
- Korobkin, D. R. (1991). Rehabilitating Values: A Jurisprudence of Bankruptcy. *Columbia Law Review*, 91(4), 717-789.
- Korobkin, D. R. (1993). Contractarianism and the Normative Foundations of Bankruptcy Law. *Texas Law Review*, 71(3), 541-631.
- Linna, T. (2019). Insolvency proceedings from a sustainability perspective. *International Insolvency Review*, 28(2), 210-232.
- Morrison, D. y Anderson, C. (2013). The Australian corporate rescue provisions: how do they compare? En P. Omar (ed.), *International Insolvency Law: Reforms and Challenges* (pp. 171-207), Ashgate.
- Millon, D. (2013). Radical Shareholder Primacy. *University of St. Thomas Law Journal*, 12(4), 1013-1047.
- Recalde, A. (2022). La inclusión de objetivos públicos en la gestión de las sociedades de capital. En A. Martínez y N. Bermejo (coords.), *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto* (pp. 439-473), Cizur Menor, Thomson Reuters-Civitas.
- Sahut, J. M., Boulerne, S. y Mili, M. (2012). What relation exists between CSR and longevity of firms? *International Journal of Business*, 17, 152-168.
- Savage, G., Nix, T. W., Whitehead, C. J. y Blair, J. D. (1991). Strategies for assessing and managing organizational stakeholders. *Academy of Management Executive*, 5(2), 61-75.
- Scott, R. E. y Jackson, T. (1989). On the Nature of Bankruptcy: An Essay on Bankruptcy Sharing and the Creditors' Bargain. *Virginia Law Review*, 75(2), 155-204.
- Tirado, I. (2009). Reflexiones sobre el concepto de interés concursal: ideas para la construcción de una teoría sobre la finalidad del concurso de acreedores. *Anuario de derecho civil*, 62(3), 1055-1108.
- Vaccari, E. y Van Ho, T. (2023). Insolvency Law Through the Lens of Human Rights Theories. En E. Ghio, J. M. Wood y J. L. L. Gant (eds.), *Rethinking Insolvency Law Theories in a Changing World: Perspectives for the 21st Century* (pp. 190-215). Edward Elgar.
- Vasudev, P. M. y Watson, S. (eds.) (2012). *Corporate Governance after the Financial Crisis*. Edward Elgar.
- Veach, J. (1997). On Considering the Public Interest in Bankruptcy: Looking to the Railroads for Answers. *Indiana Law Journal*, 72(4), 1211-1230.

Warren, E. (1987). Bankruptcy Policy. *University of Chicago Law Review*, 54(3), 775-814.

Warren, E. (1993). Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. *Michigan Law Review*, 92(2), 346-387.

Weistart, J. C. (1977). The Costs of Bankruptcy. *Law & Contemporary Problems*, 41(4), 107-122.

Wessels, B. (2014). On the Future of European Insolvency Law. En R. Parry (ed.), *European Insolvency Law: Prospects for Reform* (pp. 131-158). INSOL.

Wessels, B. y Madaus, S. (2017). *Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law*. European Law Institute.