

**Reasignación de recursos y resolución
de contratos en el sistema
concursal español**

Stefan van Hemmen Alamazor

Document de treball nº 2000/2

La serie *documents de treball d'economia de l'empresa* presenta los avances y resultados de investigaciones en curso o realizadas por miembros de este departamento, no obstante las opiniones son responsabilidad de los autores. El documento no debe ser reproducido total ni parcialmente sin el consentimiento del autor o autores. Dirigir los comentarios y sugerencias directamente al autor, cuya dirección aparece en la página siguiente.

Reasignación de recursos y resolución de contratos en el sistema concursal español.

Resumen:

Se ha tomado información sobre 159 empresas que han entrado en el sistema concursal en la provincia de Barcelona, bien suspendiendo pagos (SP) o quebrando (Q). El análisis empírico muestra que las empresas que se reestructuran se encuentran en una situación económica mejor respecto a aquellas que acaban liquidándose (bien sea a través de la SP o entrando directamente en la Q). Por otra parte, el análisis de los convenios de reestructuración indica que los acreedores están más interesados en los aspectos relacionados con la recuperación de la deuda que por corregir la gestión futura de la empresa. Los bancos podrían tener un papel activo en la negociación, en la medida en que la probabilidad de reestructuración así como su nivel de recuperación aumenta con el peso de los gastos financieros *ex ante*.

Abstract

Data have been collected from 159 bankrupt firms that filed with the Barcelona courts, either entering into the Restructuring Procedure (*Suspensión de Pagos*, SP) or the Liquidation Procedure (*Quiebra*, Q). Empirical analysis shows that firms that restructure are in better economic condition compared to those that liquidate (either through SP or by LP). On the other hand, the restructuring agreements show that creditors are more interested in the financial dimension than in the future management of the firm. Banks may take an active role in the negotiation, as long as the restructuring probability and their returns increase with *ex ante* financial expenses.

Palabras Clave: Suspensión de Pagos, Quiebra, Reestructuración, Acreedores, Contratos (*Bankruptcy, Restructuring, Creditors, Contracts*)

JEL: G33 (Bankruptcy; Liquidation)

Dirección postal:

Stefan van Hemmen Almazor
Departamento de Economía de la Empresa
Universitat Autònoma de Barcelona
Edificio B 08193 Bellaterra (Barcelona)
Tel. 93 581 12 09 / 93 581 22 57 Fax 93 581 25 55

e-mail: stefan.vanhemmen@uab.es

1 Introducción

Los contratos financieros son incompletos (Aghion y Bolton, 1992), esto es, las partes no consideran todas las posibles contingencias futuras cuando los redactan. En consecuencia, deudores y acreedores deben recurrir a la *renegociación* para resolver el conflicto provocado por la insolvencia empresarial. Las actitudes oportunistas y las asimetrías de interés entre los agentes vinculados a la empresa hacen difícil que esta *renegociación* se realice sin pérdidas de eficiencia (Bulow y Shoven 1978; Jackson, 1986). En este contexto, el problema para el legislador consiste en proveer leyes que determinen no sólo cómo realizar la reasignación de los recursos (continuando dentro del marco jurídico de la empresa, o bien por medio de la liquidación) sino también de qué forma deben distribuirse los costes de la insolvencia (Hart, 1995, capítulo 7).

La aplicación de los instrumentos de análisis económico-financiero puede contribuir a la comprensión del funcionamiento de las leyes y mecanismos judiciales encargados de resolver este conflicto. En este sentido, existen ya en nuestro país significativas aportaciones al estudio de los factores que influyen en la probabilidad de insolvencia, empezando por Fernández (1986), quien incluyó en su muestra de empresas “en crisis” no sólo a las que entraron en el sistema concursal, sino también a otras que mostraron su incapacidad para atender sus compromisos bancarios corrientes; posteriormente, empleando datos sólo de empresas que entraron en situación concursal durante la primera mitad de los noventa (1992-94), aparecen los trabajos de Lizárraga (1997), Gallego, Gómez y Yáñez (1997 a, 1997 b), Gandía, López y Molina (1998), y de Ferrando y Blanco (1998).

La eficacia predictiva de estos trabajos nos indica la existencia de claras diferencias entre las empresas sanas y las insolventes, lo que a su vez muestra el

deterioro avanzado de estas últimas al entrar en el sistema concursal, poniendo en evidencia el fracaso del mismo en dar respuestas tempranas a la crisis. Como extensión a la línea iniciada por estos autores y de forma similar a lo realizado en otros países (Casey et al., 1986, y Campbell, 1996, en Estados Unidos; Kim y Kim, 1999, para Korea), en el presente artículo se estudian los factores que, una vez iniciado un procedimiento concursal, explican los resultados observados tras la renegociación de los contratos entre el deudor y los acreedores: reestructuración, abandono de la situación concursal (sobreseimiento) y liquidación/quiebra.

En nuestro trabajo relacionamos estas *salidas al sistema concursal* con variables que captan la calidad económica de la empresa (como, por ejemplo, los recursos generados) así como con otras que reflejan el reparto de las rentas entre distintos agentes vinculados a la empresa. La evidencia obtenida sugiere que los procesos de reasignación no son simplemente resultado del azar, sino que resultan de un proceso de decisión donde se toma en cuenta la información contenida en los datos contables y donde entran en juego los intereses de los distintos grupos de agentes. Los resultados apuntan a una influencia positiva de los bancos sobre las posibilidades de continuidad de la empresa.

La segunda aportación del artículo entronca con el enfoque contractual de la Economía de la Empresa (Salas, 1987; Arruñada, 1998), como guía para analizar los convenios de reestructuración acordados entre el deudor y los acreedores *no privilegiados* (llamados también *ordinarios*). Los resultados indican que, en los casos de reestructuración de la deuda, los acreedores *no privilegiados* renuncian a una parte muy significativa del valor de la misma. Por otra parte, hemos observado la existencia de una relación positiva entre la calidad económica de la empresa y las expectativas de cobro de los acreedores: el deudor debe prometer mayores pagos futuros cuanto menos

deteriorada se encuentre la empresa. Además, el peso de los *gastos financieros ex ante* contribuye a explicar un mayor porcentaje de recuperación para los acreedores, sugiriendo un papel importante de los bancos en la negociación.

Finalmente, no se prevé en los convenios la posibilidad de que los acreedores ejerzan *ex post* el control sobre los gestores, ni tampoco cambios en la gestión de la empresa a iniciativa de aquellos. Este hecho, unido a la ausencia de otras vías efectivas de control en las PYMEs (en ellas no tiene cabida lo que se ha venido en llamar *market for corporate control*), da lugar a que los gestores/propietarios sufran una escasa penalización por dirigir mal sus empresas, lo que podría explicar el deterioro con que éstas llegan al sistema concursal. Si en estos casos la ley definiera más explícitamente los costes para el gestor, probablemente le haría más proclive a *internalizar ex ante* las *externalidades* negativas que sus decisiones provocan en otros colectivos relacionados con la empresa caso de producirse la insolvencia (pérdida de puestos de trabajo; dificultades para los proveedores...).

El artículo sigue con una descripción de la legislación concursal vigente. Posteriormente, tras explicar nuestra aproximación al problema, se exponen los resultados empíricos: estudiando primero los factores que influyen en la negociación sobre cómo *reasignar* los recursos (continuidad / liquidación; salir del sistema concursal) y pasando luego a analizar con detalle la forma en que se *completan* contratos en los casos de reestructuración. El trabajo finaliza con un apartado de conclusiones.

2 Descripción del sistema concursal español

El sistema concursal español prevé dos procedimientos para resolver las situaciones de crisis empresarial: el de suspensión de pagos (regulado por la Ley de Suspensión de

Pagos de 1.922, al que nos referiremos por L.S.P.) y la quiebra (regulado por el Código de Comercio).

En ambos procedimientos se aplica el principio de la *par conditio creditorum*, por el que el acreedor se ve privado de la posibilidad de ejecutar individualmente su crédito contra el patrimonio del deudor.¹ En cuanto al *presupuesto objetivo*, el Código de Comercio (arts. 874 y 876.2) ha señalado el sobreseimiento general de los pagos como elemento que define la quiebra. Respecto al procedimiento de suspensión de pagos, el Código de Comercio (art. 870 y 871), además del sobreseimiento de los pagos, se presupone la solvencia del deudor (los bienes deberían superar a las deudas). Sin embargo, la L.S.P. (art. 8) admitió *de hecho* las situaciones de *insolvencia definitiva* (pasivo exigible superior al activo), por lo que la situación patrimonial de la empresa no es, en principio, un aspecto que distinga ambos procedimientos.² Merece comentario el hecho de que, con la aparición del nuevo Código Penal de 1.996, en su capítulo sobre las *insolvencias punibles*, desaparece en gran parte el tratamiento diferencial que favorecía al deudor suspenso frente al quebrado.³ Pasemos ahora a analizar individualmente las dos figuras.

La suspensión de pagos

En un sentido amplio, se puede dividir el procedimiento en dos partes: la primera correspondería a la evaluación del estado de la empresa; en la segunda se prevé la negociación entre el deudor y los acreedores. En la primera etapa, unos técnicos - auditores designados por el juez (*interventores*) determinan si los bienes de la empresa

¹ La realidad, sin embargo, es que la aceptación de los privilegios de algunos agentes (acreedores hipotecarios, administraciones públicas) limita la completa aplicación de este principio.

² Nada impide tampoco la quiebra de una empresa cuyo activo sea superior al pasivo exigible, ya que sólo se considera el sobreseimiento generalizado de los pagos como presupuesto objetivo.

³ Ello no obstante, sigue habiendo una apreciable diferencia a favor de la suspensión de pagos cuando se declara la *insolvencia provisional*, dado que en este caso no se abre la pieza separada de responsabilidad a la que alude el art. 20 de la Ley de Suspensión de Pagos.

superan el pasivo exigible o no. En caso afirmativo, el juez declarará a la empresa en estado de *insolvencia provisional*, de forma que el procedimiento seguirá normalmente a la siguiente fase. En caso contrario, se declara la *insolvencia definitiva*, a pesar de lo cual el procedimiento pasa también a la fase de negociación, a menos que dos quintas partes del pasivo soliciten el *sobreseimiento* del expediente o que sea declarada la quiebra. El *sobreseimiento* significa el fin de la suspensión de pagos, y puede producirse también porque las partes así lo decidan (prefieran no agotar todas las fases del procedimiento y alcanzar un pacto privado), o bien cuando no exista posibilidad de acuerdo en la negociación. Cuando se produzca un acuerdo, éste puede ser de continuidad o de liquidación de la empresa. En caso de continuar, se establecen los pagos futuros que el deudor debe realizar a los acreedores, mientras que la liquidación implica poner los activos en manos de estos últimos. A lo largo del procedimiento, los interventores supervisarán todas las operaciones del deudor; sin embargo, debe señalarse que, a menos que concurran circunstancias extraordinarias, desde el momento en que la empresa entra en suspensión de pagos hasta su finalización, la L.S.P. mantiene la propiedad y el control de los recursos en manos del deudor.⁴ Por otra parte, el papel del juez en la negociación suele ser pasivo, en espera de que las partes resuelvan el conflicto por sí mismas.

La quiebra

Los principales efectos de la declaración de la quiebra son dos: la separación del quebrado respecto a sus bienes (arts. 1035 y 1044.3 del Código de Comercio de 1829) y la inhabilitación del deudor para la administración de los mismos (art. 878.1 del Código de Comercio de 1885). Adicionalmente, el deudor puede sufrir otras consecuencias de

⁴Por ello, en relación con la intervención, se ha señalado que el "sistema de la ley española no es correctivo, sino *preventivo*" (Garrigues, 1980, p. 495)

tipo sancionador, como por ejemplo el **arresto domiciliario** hasta que hayan terminado las diligencias de ocupación de los bienes (art. 1044 del Código de Comercio de 1829 y Sentencia de 19-XII-1985), la detención de su correspondencia (art. 1044 del Código de Comercio de 1829) y la inhabilitación para el ejercicio del comercio en general (art. 13.2 del Código de Comercio de 1885). Todos estos aspectos son inexistentes en la suspensión de pagos y, juntamente con una mayor dureza en las medidas de retroacción, han sido considerados como los principales motivos por los que el deudor ha preferido, cuando le ha sido posible, evitar el procedimiento de quiebra.⁵ Los acreedores se reúnen en juntas generales en diversas ocasiones para determinar cuestiones como la elección de los síndicos, el reconocimiento y graduación de los créditos o, incluso la aprobación de un convenio con el deudor. El juez delega en el comisario la supervisión de las operaciones de la quiebra. Los síndicos toman responsabilidades de representación y de administración de los bienes de la empresa, incluso pudiendo venderlos en cualquier momento para iniciar los pagos a los acreedores. Como vemos, la quiebra está estructurada para llevar a cabo la liquidación judicial de la empresa y, aunque posibles, los convenios entre deudor y acreedores son prácticamente inexistentes.

3 Aproximación al problema

Respecto al análisis de las salidas a la renegociación entre deudores y acreedores una vez iniciado el procedimiento concursal, la motivación de los trabajos publicados hasta la fecha ha consistido en lograr buenos modelos de predicción en términos de

⁵ Cerdón Moreno (1995, p. 231) define la retroacción de la quiebra como el conjunto de operaciones "que están encaminadas a traer a la masa de la quiebra bienes que salieron del patrimonio del deudor antes de la declaración formal de la quiebra, pero encontrándose aquél ya en situación de quiebra de hecho". En la suspensión de pagos sólo es aplicable la retroacción cuando se declare la insolvencia definitiva (los pasivos superan a los activos) y, a diferencia de la quiebra, no puede establecerse nulidad absoluta de

continuidad/liquidación. Con estos modelos, Casey et al. (1986) se propusieron orientar a los inversores especializados en empresas en crisis para la toma de decisiones. Campbell (1996), en cambio, espera asistir a jueces y expertos contables en la determinación de si la empresa puede permanecer en el procedimiento de reestructuración (*Chapter 11*) o bien si debe forzarse la liquidación judicial cuando no existan posibilidades de supervivencia (*Chapter 7*). Kim y Kim (1999) consideran que anticipar si la empresa puede continuar o no es importante para los agentes involucrados (accionistas, acreedores, directivos...) dado que las consecuencias para ellos son muy distintas en función de si se produce una salida u otra.

En el presente trabajo no se ha podido contar con una muestra estadísticamente representativa de las empresas que entran en el sistema concursal (en el Apéndice 1 se exponen los criterios con los que se ha construido la muestra), por lo que la capacidad predictiva de los modelos no constituye nuestra principal aportación. Nuestro propósito consiste en aprovechar el contenido informativo de los datos contables para aportar conocimientos respecto al funcionamiento del sistema concursal español. Antes de continuar, admitamos las limitaciones que derivan de no disponer de información relativa a la estructura de los créditos más allá que la aportada por las cuentas anuales *abreviadas*, por lo que no hemos podido trabajar con medidas de concentración, peso del crédito privilegiado, participación bancaria en el pasivo, etc. Para este estudio se ha contado con los datos que llegan al Registro Mercantil de Barcelona, localizado en la capital de la provincia; la dispersión geográfica de los juzgados de primera instancia hace muy costoso acceder a información más detallada.

Realizaremos dos aproximaciones distintas al problema, derivando de cada una de ellas un modelo econométrico concreto, A y B. Con el modelo A proponemos captar

todos los actos realizados por el deudor en un período previo (marcado, en el caso de la quiebra por el juez). Véase especialmente el estudio de Sancho Gargallo (1997) sobre la retroacción de la quiebra.

la calidad de la empresa empleando medidas habituales en el análisis financiero. Dado que conocemos las salidas al sistema concursal así como el nivel de recuperación de crédito pactado entre deudor y acreedores, se trata de contrastar hasta qué punto estas salidas responden a un patrón determinado relacionado con el valor de la empresa. En el Cuadro 1 se exponen las variables y su interpretación como valores de calidad económica de la empresa.

CUADRO 1: Variables del Modelo A

Variables	Interpretación
A1) Recursos Generados por la Explotación / Exigible	Tiempo que la empresa tardaría en atender sus exigibilidades si dedicara a esta tarea todos los recursos que genera. Cuanto mayor sea su valor, con mayor probabilidad podría continuar sus actividades e ir atendiendo compromisos.
A2) Reservas / Activo	Historia de los beneficios y política de retenciones. Capta si la empresa ha tenido una trayectoria de beneficios netos positiva (cuya magnitud acumulada depende tanto de la edad de la empresa como de la cuantía anual de los beneficios) e indica la mayor o menor inclinación a capitalizarse.
A3) Activo Total / Exigible Total	Garantía que debiera permitir atender la totalidad de los compromisos, sea cual sea su vencimiento. Aproximación a la solvencia a largo plazo de la empresa. Alternativamente se podría ver como una medida del atractivo para los acreedores de la opción de liquidar la empresa.
A4) Activo Circulante (sin existencias) / Pasivo Circulante	Ratio de solvencia a corto plazo; mide la capacidad de atender las obligaciones inmediatas con los activos fácilmente realizables. Una peor solvencia a corto plazo puede indicar una mala gestión y ser causa del inicio del procedimiento concursal.

El propósito del modelo B consiste en incluir ratios que reflejen un mayor o menor peso de distintos agentes económicos, estudiando el conflicto de éstos por captar las rentas que genera la empresa, en un contexto generalizado de insolvencia. Estas rentas deben destinarse a atender los compromisos corrientes, que incluyen el vencimiento de las obligaciones a corto y los gastos a atender en el ejercicio. A partir de la información contable, sólo es posible conocer los gastos y, particularmente, la participación en estos gastos de proveedores, trabajadores y acreedores financieros (a los que podemos añadir los provocados por los clientes que no pagan). Advirtamos, por tanto, que el modelo propuesto es necesariamente incompleto, al no poder identificar cuáles de las obligaciones vencidas corresponden a cada uno de estos grupos. A pesar

de esta limitación, las variables incluidas en el Cuadro 2 pueden contribuir a explicar algunos de los resultados observados en el sistema concursal.

CUADRO 2: Variables del Modelo B

Variables	Interpretación
B1) Consumos de explotación / Ingresos de Explotación	Aproximación al peso de los proveedores, a quienes se suele atribuir menor conocimiento de la situación de la empresa (comparado con a trabajadores y bancos). Podría suceder que la asimetría de información frente al deudor fuera tan alta que resultara difícil llegar a un acuerdo o bien, al contrario, que los proveedores aceptaran más fácilmente sus propuestas.
B2) Salarios / Ingresos de Explotación	Suele haber poca flexibilidad en la renegociación de contratos de empleo (el pago de salarios es necesario para continuar las actividades), por lo que las empresas insolventes relativamente más intensivas en el factor trabajo podrían tener menores posibilidades de supervivencia.
B3) Provisión por Incobrables / Ingresos de Explotación	Los incobrables pueden indicar una política errónea de elección de clientes (gestión comercial deficiente). Asimismo, ahí donde el riesgo de liquidación sea elevado, el valor económico de la opción "no pagar" percibida por los clientes aumenta en comparación con el valor actual de las <i>cuasi-rentas</i> asociadas a mantener la relación con la empresa: los créditos incobrables pueden ser un indicativo de falta de expectativas. ⁶
B4) Gastos financieros / Recursos Generados por la Explotación	Cuanto mayor sea la disponibilidad de fondos para atender los gastos financieros, más proclives serán los bancos a apoyar la continuidad de la empresa. ⁷ Además, bajo ciertas condiciones, la proporción de gastos financieros puede ser indicativa del peso de las instituciones bancarias, a quienes se atribuye mayor conocimiento de la empresa y capacidad negociadora.
B5) Fondos propios / Exigible Total	Posible indicador del conflicto entre los propietarios y los acreedores. En empresas muy apalancadas, los acreedores se convierten <i>de facto</i> en receptores <i>residuales</i> de los recursos generados y pasan también a tener un mayor poder de decisión, lo que explicaría mayor propensión a la liquidación. ⁸

Variables de control

Se incluyen en el análisis tres variables de control. La primera es el tamaño de la empresa, aproximado por el total de Activos. Se controla también por el sector, introduciendo una variable binaria que indica si la empresa es industrial o no. Finalmente, introducimos otra variable binaria, con valor 1 en caso de entrar en el sistema concursal a partir del año 1994 y 0 en caso de hacerlo durante 1993.

⁶ Véase en el trabajo de Franks, y Nyborg (1996) una aplicación teórica del concepto de *cuasi-rentas* al contexto de la insolvencia empresarial.

⁷ Nótese que no hemos ponderado el gasto financiero con los Ingresos de Explotación. Los Recursos Generados por la Explotación son una aproximación a los flujos de tesorería disponibles tras atender los gastos de explotación necesarios para asegurar la actividad en el corto plazo.

⁸ En casos de endeudamiento extremo, resulta imposible remunerar a los propietarios (directamente a través del reparto de dividendos o indirectamente por medio de las aportaciones a las reservas), por lo que la participación en las rentas residuales por parte de los propietarios es nula.

4 Reasignación de recursos

En este apartado se muestra que los datos financieros *ex ante* (con un año de distancia hasta entrar en el sistema concursal, en promedio) contienen capacidad explicativa respecto a las salidas observables *ex post* (después del procedimiento concursal).

Señalemos que, en cuanto al Modelo A, la hipótesis a contrastar es la siguiente:

Ho: La resolución observada en la etapa concursal (reestructuraciones, sobreseimientos, convenios liquidatorios y quiebras) es independiente del valor económico (V_e) de la empresa.

Tomando en cuenta que las salidas para la empresa en situación concursal pueden ser bien la continuidad o la liquidación, entendemos que su valor económico (V_e) debe responder a la siguiente relación:

$$V_e = f(V_c, V_L) \rightarrow f(X_1, \dots, X_n), \quad (1)$$

siendo V_c el valor de continuidad de la empresa (medido como el valor actual de la riqueza generada en el futuro), V_L el valor de liquidación (o lo que resultaría de la venta separada de sus activos) y $X_1, \dots, X_n$ las distintas dimensiones (o variables) en las que se condensaría la información contenida en los estados financieros.

Resulta conveniente aclarar que con los datos disponibles no es posible extraer conclusiones para la eficiencia económica. Ello se debe a que los estados financieros no permiten discriminar claramente entre variables relacionadas sólo con el valor de continuidad (V_c) y no con el (V_L), o viceversa. Por ejemplo, la generación de recursos de la empresa (variable A1) podría indicar tanto las posibilidades de continuidad (V_c), como ser una aproximación al valor de liquidación (V_L): posiblemente, cuanto mayor fuera el valor en continuidad de los activos, más dispuesto estaría el mercado a pagar por ellos en caso de liquidación (con lo que se produciría una relación positiva entre V_c

y V_L).⁹ Por este motivo, no podemos contrastar si para las empresas que continúan se cumple que $V_C > V_L$, o bien si $V_C < V_L$ en los casos de liquidación: es decir, no sabemos si el sistema concursal produce los resultados económicamente deseables o no.

Por ello, la aportación de nuestro trabajo consiste en contrastar si existe algún patrón de funcionamiento en el sistema concursal español explicable en base a la dimensión financiera de la empresa, frente a la posibilidad de que los resultados se produzcan de forma aleatoria o al azar. Apuntar, finalmente, que la combinación de variables de uno y otro modelo (A y B) no cambia substancialmente los resultados. Tampoco se mejora la capacidad explicativa ni afecta de forma significativa a la bondad de los ajustes.

4.1 Salidas al sistema concursal

En este estudio empleamos el modelo *multinomial logit* para especificar la relación funcional entre las características financieras de la empresa y las salidas observadas al sistema concursal. Concretamente, el modelo especifica la probabilidad, P_{ij} , de que una empresa i tenga una salida j a la negociación (donde $j = 1$ corresponde a suspensiones de pagos que finalizan en reestructuración; $j = 2$ a suspensiones de pagos que finalizan en sobreseimiento; y $j = 3$ a liquidaciones tras la suspensión de pagos o la quiebra) en función de un vector X_i de características de la empresa i

$$P_{ij} = \frac{\exp(\beta_j^i X_i)}{\sum_j \exp(\beta_j^i X_i)} \quad (2)$$

⁹ La presencia de *inversiones específicas* (es decir, recuperables sólo en el contexto productivo de la empresa), podría tener distinto peso según el tipo de empresa, por lo que esta correlación no necesariamente existe. Sin embargo, a falta de mayor información, no podemos rechazar la posible correlación.

donde β_j es el vector de parámetros a estimar por máxima verosimilitud. Existen múltiples soluciones que atribuyen a cada categoría las mismas probabilidades (el modelo no está identificado), por lo que se impone la restricción de $\beta_1 = 0$, de manera que el resto de coeficientes miden el cambio relativo al grupo 1 (véase Maddala, 1983):

$$\log \frac{P_{ij}}{P_{i1}} = \beta_j' X_i \quad (3)$$

El modelo no contempla una ordenación entre las tres salidas. Los motivos son dos: primero, porque éstas resultan de un proceso de decisión donde intervienen numerosos agentes con objetivos distintos y, a veces, contrapuestos; y segundo, porque la ruptura (es decir, el sobreseimiento) no es directamente interpretable en términos económicos, ya que puede responder a situaciones muy diferentes (desde la salida del procedimiento porque se ha conseguido resolver privadamente el conflicto, hasta el desinterés de los acreedores por seguir negociando). Cabe también señalar que se ha incluido en un mismo grupo ($j=3$) a las empresas que se liquidan bien judicialmente (quiebra) o privadamente (tras la negociación en la suspensión de pagos): sea cual sea la vía por la que se llega a la liquidación, se trata de situaciones en las que la empresa se encuentra muy deteriorada.

En la tabla 1 se expone el resultado de la comparación del grupo de referencia (las reestructuraciones) frente al resto: primero en relación a los sobreseimientos ($j=2$) y luego respecto a las liquidaciones ($j=3$). Como se puede ver, el Modelo B se ajusta ligeramente mejor que el Modelo A. En uno y otro se observa que las empresas de mayor tamaño tienen mayores posibilidades de supervivencia (resultado también obtenido por Campbell, 1996, así como por Kim y Kim, 1999), debido probablemente a la mayor presión social y política así como por la mayor importancia relativa que representan para sus acreedores. Se aprecia también que no encontramos diferencias financieras entre las reestructuraciones y los sobreseimientos. Ahora bien, si

comparamos las reestructuraciones respecto a las liquidaciones / quiebras, los resultados respaldan la intuición respecto a una mejor situación económica de las empresas que se reestructuran. De forma similar a lo obtenido por Casey et. al. (1986), los casos de liquidación reflejan un deterioro mayor en términos de trayectoria histórica de beneficios (medida por las reservas) así como una menor capacidad de generación corriente de recursos, variable fundamental en cualquier propuesta de pago futuro de deudas que quiera considerarse. Por tanto, parece que la reasignación de recursos en términos de continuidad / liquidación no depende del azar, sino que el sistema concursal generalmente liquida empresas con peores ratios económico - financieros.

Adicionalmente, la significación de la variable *año* no significa que en 1993 no se liquidaran o quebraran empresas: el resultado refleja que aquellas que en 1993 se encuentran en vías de extinción dejaron de depositar las cuentas referidas al 1992 en el Registro Mercantil (lo que no es más que un indicador del avanzado deterioro e incumplimiento de obligaciones general en que debían encontrarse) con lo que, en consecuencia, no *entraron* en nuestra muestra (cuyo primer requisito fue que presentaran las cuentas de 1992, tal como se explica en el Apéndice 1). Sí entraron, en cambio, aquellas que, tras iniciar el procedimiento en 1994, posteriormente fueron liquidadas o quebraron: es decir, éstas aún cumplieron con sus obligaciones de registro relativas al ejercicio de 1992.

TABLA 1: Análisis *Multinomial Logit* (Comparación Reestructuración / resto de grupos)

Variable dependiente: j (resultado): $(j = 1)$: Reestructuraciones (34 casos) $(j = 2)$: Sobreseimientos (47 casos) $(j = 3)$: Liquidaciones (30 casos) y Quiebras (48 casos) GRUPO DE REFERENCIA: 1		Coef. B (Signif.)	
MODELO A		MODELO B	
$(j = 2)$			
Ln (Activo total)	-.4418008 (0.018)	Ln (Activo total)	-.4880973 (0.014)
Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	.609131 (0.257)	Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	.6662103 (0.207)
Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	-.6682108 (0.179)	Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	-.5391277 (0.302)
RGE / Exigible	-1.994332 (0.248)	Fondos Propios / Exigible	.356315 (0.424)
Reservas / Activo	-1.930183 (0.257)	Consumos	1.600568 (0.201)
Activo / Exigible	1.255167 (0.215)	Explotación / Ingresos Explotación	.7699238 (0.714)
Activo circulante. (sin existencias) / Pasivo circulante.	-.8405943 (0.187)	Salarios / Ingresos Explotación	19.27956 (0.485)
Constante	8.22131 (0.032)	Incobrables / Ingr. Explotación	-.1920412 (0.057)
		Gastos Financieros / RGE	8.842199 (0.030)
$(j = 3)$			
Ln (Activo total)	-.4755383 (0.011)	Ln (Activo total)	-.6939273 (0.001)
Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	1.957238 (0.000)	Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	1.819854 (0.000)
Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	-.4312085 (0.380)	Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	-.5390859 (0.300)
RGE / Exigible	-4.30991 (0.014)	Fondos Propios / Exigible	-.1812925 (0.759)
Reservas / Activo	-3.514546 (0.037)	Consumos	2.020735 (0.105)
Activo / Exigible	1.118083 (0.269)	Explotación / Ingresos Explotación	.9632682 (0.641)
Activo circulante. (sin existencias) / Pasivo circulante.	.0295859 (0.954)	Salarios / Ingresos Explotación	46.86521 (0.077)
Constante	8.234132 (0.033)	Incobrables / Ingr. Explotación	-.1870189 (0.064)
		Gastos Financieros / RGE	12.28802 (0.003)
Log likelihood Modelo A = -140.02144			
Prob > chi2 Modelo A = 0.0000			
Log likelihood Modelo B = -136.86876			
Prob > chi2 Modelo B = 0.0000			
NOTA: RGE = beneficio de explotación más amortizaciones y provisiones.			

Por otra parte, en la literatura empírica de finanzas el peso de los bancos se mide tradicionalmente por su participación en el pasivo del balance (dato no disponible aquí, por no hallarse detallado en las cuentas *abreviadas*). En el presente estudio medimos el

condicionante bancario a partir de la participación de los gastos financieros corrientes respecto a los recursos generados (Modelo B), variable que sí diferencia a las reestructuraciones respecto de los sobreseimientos. Además, esta variable es también significativa (con el mismo signo) en la comparación respecto a las liquidaciones/quiebras. El reducido peso de los gastos financieros en las empresas que se liquidan podría ser reflejo y consecuencia del escaso crédito concedido por los bancos en las etapas anteriores a la entrada en el sistema concursal: debió producirse el *abandono* o *salida* de estos acreedores frente a la falta de expectativas. En cambio, ahí donde *ex ante* la implicación bancaria era mayor, la empresa tiene *ex post* más posibilidades de continuar: iniciada la suspensión de pagos, la mejor forma de recuperar los créditos es negociar su reestructuración.

Finalmente, el Modelo B arroja un resultado interesante: las liquidaciones / quiebras tienen una proporción mayor de incobrables que las empresas que se reestructuran. Como ya señalamos anteriormente, esta variable puede indicar, por una parte, una peor gestión de la cartera de clientes así como el hecho de que la crisis haya afectado también a éstos. Sin embargo, no podemos descartar la interpretación relacionada con la expectativa de pérdida de *cuasi – rentas* (véase cuadro 2, variable B3) que resulta del alto peligro de desaparición de la empresa, lo que puede llevar a los clientes, simplemente, a dejar de pagar.

4.2 Elección del procedimiento para la liquidación

El análisis de las salidas al sistema concursal quedaría incompleto si no se estudiaran las diferencias entre las liquidaciones *privadas* (realizadas por los propios acreedores tras convenio en suspensión de pagos) y las *judiciales* (quiebra). En este sentido, al menos respecto al período a que van referidos los datos (hasta la primera mitad de la década de

los noventa), la preferencia por la LSP (y por lograr un convenio liquidatorio con los acreedores) se explicaba en gran parte por los riesgos de tipo penal asociados a la quiebra. Por otra parte, en algunos casos, al suspender pagos el deudor abriga la esperanza de poder continuar sus actividades (al menos un tiempo más), por más deteriorada que se encuentre su situación. Sin embargo, no siempre resulta posible evitar la quiebra: desde la perspectiva del deudor, las suspensiones de pagos son más costosas (en la quiebra no hay que negociar con los acreedores, no debe incurrirse en gastos legales importantes...). Podríamos pensar que la elección del procedimiento depende de la capacidad económica del deudor y que ésta se encuentra relacionada con la calidad económica y capitalización de la empresa.

Veamos en la tabla 2 una comparación de convenios liquidatorios en suspensión de pagos (categoría $r=2$) y quiebras (categoría $r=3$), siendo este último el grupo de referencia en el modelo *multinomial logit*. Los resultados indican que las empresas que quiebran tienen un tamaño significativamente menor que las que se liquidan en suspensión de pagos, sugiriendo la necesidad de una dimensión mínima para afrontar los costes que implica esta última. Desde la perspectiva de la calidad económico-financiera no parecen existir diferencias significativas entre los dos grupos de empresas. Sin embargo, la idea de una menor capacidad económica de los deudores que quiebran podría explicar la estructura financiera menos capitalizada de sus empresas (fondos propios sobre exigible), tal como se aprecia tras el contraste del Modelo B. Por su parte, las quiebras se acumulan en el 1994, lo que tendría una interpretación similar a la realizada en el apartado 4.1, aunque matizando que son especialmente las quiebras las que dejan de cumplir con sus obligaciones de registro.¹⁰

¹⁰ Si bien el ejercicio mostrado en la Tabla 2 se ha realizado para comparar las liquidaciones tras la suspensión de pagos y las quiebras, resulta interesante confirmar que estas últimas reflejan una generación de recursos significativamente menor que las que continúan / sobreesen el expediente (Modelo A), así como presentan una menor capitalización y mayores problemas de cobro (Modelo B).

TABLA 2: Análisis *Multinomial Logit* (Comparación Quiebras/ resto de grupos)

Variable dependiente: <i>r</i> (resultado): <i>r</i> = 1: Reestructuraciones (34 casos) y Sobreseimientos (47 casos) <i>r</i> = 2: Liquidaciones (30 casos) <i>r</i> = 3: Quiebras (48 casos) GRUPO DE REFERENCIA: 3		Coef. B (Signif.)	
MODELO A		MODELO B	
<i>r</i> = 1			
Ln (Activo total)	.4773089 (0.012)	Ln (Activo total)	.6572544 (0.002)
Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-2.335194 (0.000)	Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-2.2411 (0.000)
Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	.4073744 (0.358)	Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	.1789403 (0.703)
RGE / Exigible	2.601884 (0.029)	Fondos Propios / Exigible	1.696829 (0.028)
Reservas / Activo	1.58632 (0.123)	Consumos	-1.758486 (0.157)
Activo / Exigible	-.1529502 (0.674)	Explotación / Ingresos Explotación	-1.758486 (0.157)
Activo circulante. (sin existencias) / Pasivo circulante.	-.2062916 (0.729)	Salarios / Ingresos Explotación	-.5591811 (0.765)
Constante	-7.035463 (0.056)	Incobrables / Ingr. Explotación	-29.21398 (0.094)
		Gastos Financieros / RGE	.0031603 (0.745)
		Constante	-9.639999 (0.018)
<i>r</i> = 2			
Ln (Activo total)	.5045719 (0.021)	Ln (Activo total)	.526894 (0.025)
Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-1.574233 (0.007)	Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-1.614162 (0.005)
Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	.834925 (0.112)	Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	.1337068 (0.808)
RGE / Exigible	-.2873522 (0.807)	Fondos Propios / Exigible	1.718226 (0.031)
Reservas / Activo	-.5032527 (0.535)	Consumos	-1.054793 (0.490)
Activo / Exigible	-.2848643 (0.220)	Explotación / Ingresos Explotación	-1.054793 (0.490)
Activo circulante. (sin existencias) / Pasivo circulante.	.6790129 (0.253)	Salarios / Ingresos Explotación	.8071871 (0.716)
Constante	-9.365202 (0.028)	Incobrables / Ingr. Explotación	7.447398 (0.418)
		Gastos Financieros / RGE	.0140443 (0.598)
		Constante	-9.253749 (0.051)
Log likelihood Modelo A = -134.50955			
Prob > chi2 Modelo A = 0.0000			
Log likelihood Modelo B = -132.72931			
Prob > chi2 Modelo B = 0.0000			
NOTA 1: RGE = beneficio de explotación más amortizaciones y provisiones. NOTA 2: Como puede verse, a efectos de controlar por las características financieras del resto de empresas, se ha incorporado en un mismo grupo (categoría 1) a reestructuraciones y sobreseimientos.			

5 Análisis contractual de los convenios

En principio, cabe interpretar el *convenio* como un contrato que ~~formará~~ parte de la estructura *ex post* de obligaciones de la empresa. La negociación de ~~este~~ contrato así como el impacto sobre la gestión *real* de la empresa presenta unas ~~peculiaridades~~ que lo distinguen de cualquier otro compromiso. No obstante, resulta interesante acudir a algunas ideas aparecidas en la literatura de finanzas corporativas ~~sobre~~ el tipo de cláusulas que se han venido incluyendo en los contratos ~~financieros~~, cláusulas destinadas a limitar las desviaciones y los costes relacionados ~~con~~ el carácter incompleto de los mismos.

Señalemos previamente que nuestra atención se centra en ~~las~~ características de los convenios de reestructuración. En los convenios liquidatorios ~~no se delibera~~ sobre el reparto de valor entre los acreedores y el deudor: el deudor pone ~~a disposición~~ de los acreedores (normalmente representados por una comisión) su ~~patrimonio~~ ~~para~~ que lo liquiden de la forma que más les convenga, entendiendo el término “liquidación” como la venta por partes de los activos. En la reestructuración, en ~~cambio~~, ~~el~~ elemento distributivo juega un papel importante y produce dos efectos fundamentales: ~~en~~ primer lugar, tras una negociación en la que se reparte el valor de la ~~empresa~~ ~~neto~~ de la actuación de los acreedores *preferentes* (quienes pueden actuar ~~directamente~~ ~~sobre~~ los activos empresariales para recuperar su crédito: trabajadores, administraciones ~~públicas~~, acreedores hipotecarios...), con ellos se *completa* el contrato ~~incumplido~~ ~~con~~ los acreedores *ordinarios* al sobrevenir la insolvencia; y en ~~segundo~~ ~~lugar~~, ~~dan~~ la oportunidad de introducir cambios en la estructura de control *ex post* ~~de la~~ empresa, al menos hasta el cumplimiento total del compromiso contenido en ellos.

Dimensión financiera

Los convenios de reestructuración contienen un calendario de pagos futuros acordado por el deudor y una mayoría cualificada de acreedores, lo que permite una estimación aproximada del valor a percibir por éstos tras la negociación (caso de que el convenio pudiera cumplirse): se ha calculado en la tabla 3 el porcentaje de cobro pactado en estos convenios sobre el total de los créditos ordinarios, actualizando los pagos futuros previstos a la fecha de solicitud de inicio del procedimiento de suspensión de pagos.¹¹

TABLA 3: Expectativas de cobro de los acreedores ordinarios

Porcentaje de recuperación a fecha de solicitud (a)	Todas	Mayores 250 millones ptas. (pasivo exigible)	Menores 250 millones ptas. (pasivo exigible)	Industria	Servicios
Promedio	49,40	49,48	49,31	48,60	48,69
Mediana	49,94	49,87	55,31	50,34	49,54
Máximo	70,17	62,98	70,17	69,67	70,17
Mínimo	11,79	34,54	11,79	11,79	21,51
Número	34	17	17	20	11
Análisis de varianza (F Prob)		Diferencia no significativa	(0,9711)	Diferencia no significativa	(0,9854)
Notas: (a) RECUP. = Valor actual Pagos futuros / Exigible Ordinario x 100. En los convenios se indican los pagos porcentuales futuros. RECUP se calcula tras actualizar estos porcentajes. Las tasas de actualización empleadas corresponden a los Tipos de Interés de los Préstamos a 3 o más años, operaciones activas de los Bancos (Fuente: Banco de España), correspondientes al año en que se inició la suspensión de pagos.					

La esperanza media de cobro del acreedor se aproxima al 50%. Los resultados muestran las bajas expectativas de cobro de los acreedores ordinarios. También se observa bastante variabilidad (el acuerdo puede representar una recuperación desde 11,79% hasta el 70,17%), lo que plantea la siguiente cuestión: ¿resulta posible explicar una mayor o menor promesa de pagos en función del estado financiero de la empresa? Concretamente, la hipótesis a contrastar se podría formular de la siguiente manera:

¹¹ Cabe señalar que estos pagos representan una promesa que los propietarios de la empresa hacen a los acreedores ordinarios bajo el supuesto de continuidad. Por ello debemos hablar de cobros que pueden o no cumplirse en función de la capacidad de recuperación de la empresa, aspecto que no ha podido ser valorado, dado que no existe control activo desde el juzgado sobre su cumplimiento. Nótese también que

H1: Las diferencias en la recuperación pactada por los acreedores son independientes del valor económico de la empresa.

Para realizar el contraste aproximaremos el valor económico de la empresa a partir de la información contenida en los estados financieros, teniendo en cuenta (tal como se comentó anteriormente) que no es posible construir variables financieras que reflejen únicamente el valor en continuidad (V_C), ni variables que sólo nos aproximen al valor de liquidación (V_L):

$$R = f(V_e) = g(V_C, V_L) \rightarrow h(X_1, \dots, X_n) \quad (4)$$

siendo,

R : porcentaje de recuperación (véase la forma de cálculo en la tabla 3)

V_e : valor económico de la empresa

V_C : valor de continuidad de la empresa

V_L : valor de liquidación

$X_1, \dots, X_n$: variables financieras construidas a partir de los estados financieros.

Para contrastar la existencia de esta relación hemos empleado la técnica del análisis *Tobit* (que, a diferencia del modelo de regresión simple, nos permite controlar por las características financieras de las empresas que no se reestructuran, para las que no disponemos de datos acerca de la cuantía recuperada por sus acreedores). Podemos apreciar en la tabla 4 que cuanto mayor sea la dimensión de la empresa mayores expectativas de cobro tienen los acreedores, lo que podría indicar, posiblemente, una mejor preparación negociadora de los acreedores de las empresas grandes. Cabe observar también que, interpretando la variable *año* como una aproximación a la situación de deterioro de la empresa (tal como se argumenta en los apartados 4.1 y 4.2), el hecho de que las que cumplen con el registro mercantil en un momento cercano a la entrada en la suspensión de pagos adquieran un mayor compromiso con los acreedores se explicaría por su mejor situación económica. Finalmente, se observa que cuantos más

en los convenios de liquidación no existe una estimación previa de cuál será la recuperación del crédito por parte de los acreedores, ya que la misma dependerá del valor alcanzado en la venta de los activos.

recursos genera la empresa, mayor es el porcentaje de cobro pactado: parece que el plan de reestructuración incorpora implícitamente la calidad de la empresa y que la recuperación no depende de factores aleatorios.

TABLA 4: Análisis Tobit, porcentaje de recuperación para los acreedores ordinarios.¹²

Variable dependiente: RECUP (34 casos, censurada y con valor 0 en casos de no reestructurtación (125 casos)		Coef. B (Signif.)	
MODELO A		MODELO B	
TODAS LAS OBSERVACIONES			
Ln (Activo total)	13.51143 (0.010)	Ln (Activo total)	16.02792(0.003)
Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-42.60456 (0.007)	Año (Binaria) 1: 1994 (a)/ 0: 1993	-38.51001(0.008)
Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	17.02377 (0.233)	Sector (binaria) 1: industria / 0: no industria	13.46776(0.336)
RGE / Exigible	93.47951 (0.057)	Fondos Propios / Exigible	-6.883556(0.575)
Reservas / Activo	80.36377 (0.116)	Consumos	-49.29063(0.121)
Activo / Exigible	-38.95539 (0.235)	Explotación / Ingresos	-47.97814(0.378)
Activo circulante. (sin existencias) / Pasivo circulante.	11.75157 (0.456)	Explotación	-638.5233(0.121)
Constante	-261.4392 (0.020)	Salarios / Ingresos	4.231266(0.058)
		Explotación	-302.8793(0.006)
se 59.77419 8.747893 (Ancillary parameter)		se 56.95145 8.296949 (Ancillary parameter)	
Log likelihood Modelo A (todas las observaciones) = -228.40966			
Prob > chi2 Modelo A = 0.0000			
Log likelihood Modelo B (todas las observaciones) = -225.01543			
Prob > chi2 Modelo B = 0.0000			
RGE = beneficio de explotación más amortizaciones y provisiones.			

Cabe señalar, sin embargo, que al no poder conocer el valor de continuidad y el de liquidación a partir de los estados contables, no podemos averiguar si un mayor compromiso de cobro se debe: a) bien a que los acreedores tienen un cierto *poder de negociación*, de manera que cuando observan que el deudor puede pagar más (como consecuencia de un mayor valor de continuidad, V_c) presionan para que su compromiso sea mayor; b) o bien a que realmente están recibiendo más por la posibilidad de ejercer

¹² Se ha probado el modelo de selección de Heckman, con el que se calcula la probabilidad de reestructuración (selección de las empresas que alcanzan un convenio de reestructuración) previamente a estimar el modelo explicativo de la cuantía recuperada por los acreedores. Sin embargo, el contraste

su *opción de salida*, o cantidad obtenida en caso de ruptura de la negociación (que no es sino el valor de liquidación, V_L).¹³ En el Apéndice 2 se expone un modelo teórico que permite comprender mejor estas dos posibilidades.

En cuanto al Modelo B, se aprecia cómo la recuperación para los acreedores es mayor en aquellos casos donde el peso de los gastos financieros sobre los recursos generados *ex ante* es mayor. Ello podría implicar una mayor participación *ex post* de los acreedores financieros en la negociación, lo que repercutiría a su vez en una mayor recuperación para los acreedores ordinarios en su conjunto.

Dimensión de control

Una vez analizada la “dimensión financiera”, cabe preguntarse por el resto de cláusulas, relacionadas con la “dimensión de control”. El cumplimiento de los compromisos financieros depende de la situación de la empresa y del acierto en la toma de decisiones por quienes la administran. En la medida en que el cobro dependa de la gestión, los acreedores pueden tener interés en introducir cláusulas que les permitan realizar tareas de control. Es decir, la crisis financiera podría actuar como catalizador del cambio en la gestión de la empresa a través de la intervención de los acreedores (Wruck, 1990).

Lo cierto es que tras la firma del convenio existe la posibilidad de que se produzca *riesgo moral*, de manera que los directivos - propietarios pudieran tomar decisiones que sólo les favorecieran a ellos, en perjuicio de los intereses de los acreedores (al reducirse las probabilidades de cumplimiento de lo pactado). En este sentido, el convenio podría tener características similares a las de otros contratos financieros, de forma que los acreedores incluyeran cláusulas destinadas a reducir este

mostró que no estaba justificado el uso del modelo de selección, indicando que los resultados no cambiaban significativamente respecto a los que se obtendría sin el mismo.

tipo de comportamientos. Estas cláusulas podrían tener por objeto evitar, por ejemplo:

1) el pago excesivo de dividendos, dejando a los acreedores sin valor alguno; 2) entrar en inversiones excesivamente arriesgadas, con el consecuente efecto de aumentar el valor en términos esperados de los propietarios, pero reduciendo a la vez el de los acreedores al disminuir las posibilidades de pago; y 3) rechazar inversiones rentables, debido a que las rentas generadas irían destinadas a pagar únicamente a los acreedores.¹⁴

Teniendo en cuenta los costes provocados por estas conductas no deseadas, podría esperarse la aparición de cláusulas destinadas a reducirlos: la legislación no se opone a su inclusión en el convenio. Tal como defiende la teoría de agencia, la forma en que los acreedores controlan a los propietarios podría afectar al valor conjunto de la empresa. Por ello, ciertas cláusulas, a pesar de representar costes de supervisión para los acreedores, podrían incrementar el valor de la empresa.

Tras el análisis de los convenios de reestructuración hemos realizado la siguiente clasificación: existe una forma *fuerte* de control cuando los acreedores incidan en aspectos relacionados con la gestión de la empresa, tratando de evitar los comportamientos arriba señalados; la forma *débil* se observa cuando en el convenio se prevea únicamente el control del cumplimiento de los pagos acordados a los acreedores. Los resultados de este análisis se presentan en la tabla 5, donde hemos indicado también los casos en los que no se observó *ningún tipo de control*.

¹³ Lógicamente, los acreedores no aceptarán un compromiso cuyo valor actual sea inferior a VL.

¹⁴ Véase el trabajo de Smith y Warner (1979), en el que se analiza la tipología de cláusulas en los contratos de obligaciones en el entorno estadounidense y sus efectos sobre el valor para propietarios y acreedores de la empresa.

TABLA 5: Control *ex post* de los acreedores sobre la empresa

Categoría					
Forma fuerte	<i>Control sobre la gestión y administración de la empresa</i>				
Tipo 1	Gerencia interina				
Tipo 2	Miembro en consejo de administración				
Tipo 3	Comisión acreedores (funciones: administración y/o derecho a veto)				
Forma débil	<i>Supervisión del cumplimiento de los pagos</i>				
Tipo 4	Comisión de acreedores (funciones informativas y de supervisión)				
Ningún control	<i>Ningún control</i>				
Tipo 5	No se establece en convenio forma alguna de control.				
Formas y alcance del control	Todas	Industria	Servicios	Menores 250 millones (1993)	Mayores 250 millones (ptas. 1.993)
Tipo 1	0	0	0	0	0
Tipo 2	0	0	0	0	0
Tipo 3	6	5	1	1	5
Tipo 4	22	14	6	11	11
Tipo 5	5	1	4	5	1

En algunos casos (sobre todo en la industria) este control llega a incidir en aspectos de la gestión de la empresa. No obstante, lo normal es que el control se limite al seguimiento del cumplimiento de los pagos acordados y que el instrumento elegido para ello sea una comisión de acreedores. Ello sugiere que las cláusulas que implican un control adicional podrían ser excesivamente costosas.

Respecto a los seis casos de *control fuerte*, éste no debe interpretarse en términos de mejora en la gestión de la empresa sino como prevención. Resulta significativo el hecho de que en todos ellos se limitara explícitamente la venta o gravamen de los activos de la empresa. Es decir, se trata concretamente de restricciones de tipo patrimonial, cuyos efectos pueden ser de distinta naturaleza. Por una parte, se elimina o restringe la posibilidad de la venta por partes de los activos, preservando el valor de continuidad del conjunto productivo de la empresa, extendiendo una de las principales ventajas de la *concurzalidad* más allá del procedimiento. Por otra parte, los activos no pueden constituir garantía de deudas futuras, ni ser vendidos con el objeto de

aflorar medios líquidos que podrían invertirse en proyectos más arriesgados y que perjudicaran a los acreedores.¹⁵

Adicionalmente, en cinco casos de *control fuerte* se estableció también una restricción relacionada con la prohibición de repartir dividendos en el período de duración del convenio. Al introducir esta cláusula, los acreedores evitan la pérdida de valor que se produce al desviar fondos que podrían ser invertidos en la propia empresa.¹⁶ Sin embargo, respecto a la política de financiación, un posible inconveniente es que la empresa que no reparta dividendos difícilmente podrá atraer nuevas aportaciones de capital.

6 Conclusiones

En el presente trabajo se ha aportado evidencia sobre las características de las empresas que entran en el sistema concursal español. Sin embargo, quedan más cuestiones abiertas que las que se ha logrado contestar. Por ejemplo, no ha sido posible contrastar la eficiencia del sistema concursal en su tarea de reasignar recursos; es decir, no ha sido posible apreciar si se produce la liquidación de empresas eficientes (cuyo valor de continuidad es superior al de liquidación) o bien si continúan empresas ineficientes (con valor de liquidación superior al de continuidad).

Los resultados apuntan a que, en general, las empresas que continúan se encuentran relativamente mejor que las que se liquidan, a juzgar por los ratios de calidad económico – financiera contrastados (destacando de forma particular los relacionados con la generación de recursos). Por otra parte, parece que los acreedores

¹⁵ Tal como señalan Smith y Warner (1979, p.127), uno de los inconvenientes de esta cláusula es que podría limitar operaciones de venta beneficiosas cuando el activo vendido tuviera para terceros un valor superior al que le da la propia empresa. Una cláusula que permitiera ventas condicionadas a la compra de bienes que sustituyan los activos salidos de la empresa podría contribuir a reducir este problema.

financieros juegan un papel importante en la negociación. Concretamente, tras observar que las empresas que se reestructuran y las que salen del procedimiento tras el sobreseimiento del expediente muestran una calidad similar, se constata que una mayor proporción de los recursos generados destinada a atender gastos financieros antes de entrar en el procedimiento se relaciona positivamente con la posibilidad de alcanzar un acuerdo de reestructuración una vez dentro del mismo, lo que podría reflejar una mayor influencia de los bancos en la toma de decisiones. Por otra parte, las empresas que se liquidan muestran una proporción significativamente mayor de incobrables, lo que podría deberse a la capacidad de anticipación de los clientes: frente a la anunciada muerte de la empresa, no hay *cuasi - rentas* asociadas a la continuidad de relaciones, por lo que la opción de “no pagar” resulta más atractiva.

En cuanto a la vía elegida para la liquidación, se puede decir que tanto las empresas que logran un convenio de liquidación dentro de la suspensión de pagos como las quiebras muestran unos indicadores de calidad económica muy similares. Sin embargo estas últimas son más pequeñas y, lo que resulta más significativo, se encuentran menos capitalizadas. Ello podría reflejar una menor capacidad económica por parte del deudor quien, a pesar de su preferencia por liquidar en la suspensión de pagos, no puede afrontar los costes de la negociación con los acreedores y decide abandonar la empresa a su suerte en el procedimiento de quiebra.

El análisis de los convenios de reestructuración arroja algunos resultados que deberían ser objeto de futuras investigaciones. Por una parte se ha observado que el porcentaje de recuperación acordado con los acreedores está relacionado con la calidad económica de la empresa (medida por la generación de recursos relativa a la deuda). Adicionalmente, la proporción de gastos financieros aparece de nuevo como una

¹⁶ Tal como comentan Smith y Warner (1979, p. 134), con ello se reducen también los incentivos a *infra - invertir* señalados por Myers (1977), aunque podría provocar problemas de *sobre - inversión*, al preferir

variable relevante: cuanto mayor es el peso relativo *ex ante* de estos gastos, mayor es el cobro *ex post* pactado para los acreedores ordinarios en su conjunto. Ello podría explicarse por una mayor presencia de los bancos, cuya actividad tras la situación de insolvencia (por ejemplo, continuando en las tareas de descuento comercial) así como una mayor preparación para la negociación (disponen de mejor información sobre las posibilidades de la empresa) les permitiría alcanzar mejores condiciones en caso de continuidad. Finalmente, desde un punto de vista de *técnica contractual*, en pocos convenios se incluyen cláusulas destinadas a restringir o influir en las actividades futuras del deudor, probablemente debido a los elevados costes que implicaría la supervisión del cumplimiento de las mismas.

Apéndice 1: Elaboración y características de la Muestra

La obligación de presentación de las Cuentas Anuales contenida en el Código de Comercio fue desarrollada en el art. 329.1 del Real decreto 1597/1989, de 29 de Diciembre, por el que se aprobó el Reglamento del Registro Mercantil. En este trabajo se han tomado como referencia las empresas que presentaron sus cuentas en el Registro Mercantil relativas al ejercicio de 1.992, obteniéndose una muestra de aquellas para las que se tuviera conocimiento de una suspensión de pagos o quiebra en los dos años y medio posteriores. Se eligió el ejercicio del 92, porque no hubiera sido posible obtener suficientes observaciones de haber trabajado con ejercicios posteriores o anteriores y el sistema informático del Registro requería en aquel momento este procedimiento de selección. Algunos casos, sobre todo los más cercanos al 1/1/93 no pudieron ser observados, entre otros motivos porque las empresas que se encuentran cerca de la suspensión de pagos y quiebra frecuentemente dejan de presentar sus cuentas; muchas

los proyectos de mayor varianza (incluso aquellos de Valor Actual Neto negativo).

de las empresas que iniciaron un procedimiento a lo largo del año 93 probablemente dejaron de presentar las cuentas relativas al 31/12/92. Véanse las características generales de la muestra en la tabla 6.

TABLA 6: Características de la muestra¹⁷

Número (porcentaje)	Industria	Servicios	Constr.	Total		
Quiebras	18 (37,5%)	23 (47,9%)	7 (14,6%)	48		
Susp. de pagos	56 (50,5%)	47 (42,3%)	8 (7,2%)	111		
Activos (millones ptas.)	Media	Mediana	Máx.	Mín.		
Quiebras	174,6	101,5	923,9	9,5		
Susp. Pagos	765,2	180,3	10.301,8	25,0		
Comparación del activo total en función de resolución Mill. Ptas						
Grupo	Número de casos	Promedio	Desviación típica	Mín.	Máx.	ANOVA (F prob)(2)
Reestr.	34	1.417	2.457	47	10.302	
Sobres.(3)	47	425	842	25	4.745	0,0120
Liquid.	30	559	941	25	4.203	0,0771
Quiebras	48	174	199	9	924	0,0008

Para llegar a la muestra final, se partió de un total de 226 suspensiones de pagos y 77 quiebras que cumplieran con el requisito de haber presentado sus cuentas en 1992. Sobre éstas se realizó una depuración para asegurar la calidad contable (coherencia de *partidas y sub-partidas* contables) así como que la empresa desarrollara un mínimo de actividad (concretamente: tener ingresos de explotación, inmovilizado total y deudores a corto). Las empresas que integran la muestra entraron en un procedimiento concursal en el período comprendido entre principios de 1993 y mitades del 1995, con una distancia promedio de un año desde que se depositaron sus cuentas.

¹⁷ Notas sobre la tabla 6: (1) No fue posible conocer si en algún caso la quiebra finalizó en convenio, dado que el Registro Mercantil no recibe este tipo de información. Sin embargo existe la opinión generalizada de que se trata de una situación muy poco frecuente (2) El análisis de varianza se ha realizado comparando las reestructuraciones con el resto de grupos (3) Notar que en esta muestra la elevada proporción de casos sin acuerdo puede deberse a una mera cuestión temporal: numerosos casos de convenio estaban aún por resolver.

Apéndice 2: Modelo de negociación.

Supongamos que sólo existe un Deudor y un Acreedor. Definamos $r(C)$ y $r(D)$ como lo que, respectivamente, recibirían Acreedor y Deudor en caso de ruptura de la negociación. Sea V_c el valor de continuidad de la empresa (es decir, el valor que se dividiría si se alcanzara un acuerdo de reestructuración de la empresa). Sea z el poder de negociación, cuyos posibles valores se encuentran dentro del intervalo $(0,1)$, y definamos R_c y R_D como el valor que tras la negociación reciben el Acreedor y el Deudor respectivamente. Bajo estas premisas, la solución Nash al problema de negociación planteado vendrá dada por,¹⁸

$$R_c = r(C) + z [V_c - r(C) - r(D)] \quad [1]$$

$$R_D = r(D) + (1-z) [V_c - r(D) - r(C)] \quad [2]$$

Tal como está diseñado el sistema concursal español, en caso de ruptura el Acreedor obtiene el valor de liquidación de la empresa, representado por V_L , mientras que el Deudor no recibe nada, de manera que:

$$R_c = V_L + z [V_c - V_L] \quad [3] \quad \text{de donde,}$$

$$R_c = (1 - z) V_L + z [V_c] \quad [4]$$

Si el Acreedor no tuviera ningún poder de negociación ($z=0$), sólo recibiría el equivalente al valor de liquidación; por el contrario, en caso de que pudiera influir en el pago final, el parámetro de poder de negociación z debería ser significativamente mayor que 0. Sólo es posible contrastar empíricamente este modelo si se cumplen dos condiciones: en primer lugar, disponer de información sobre los valores de continuidad y de liquidación de la empresa (o bien variables correlacionadas que sirvan de *proxies*); y en segundo lugar, que no exista correlación entre V_c y V_L . De lo contrario el contraste

¹⁸ Adviértase que la aproximación de raíz axiomática de Nash (1953) ha sido contestada por otros autores (véase Binmore y otros, 1986), en el sentido de explicar esta solución como resultado de un proceso más realista de ofertas y contraofertas (Bebchuk y Chang, 1992; Bergman y Callen, 1991).

no tendría validez. La información disponible en el presente trabajo no permite realizar este ejercicio, debido principalmente a que no es posible rechazar claramente la inexistencia de correlación de los valores de continuidad y liquidación de la empresa.

Bibliografía

- Aghion, P., y P. Bolton (1992) "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting" *Review of Economic Studies* 59, 473 - 494
- Arruñada, B. (1998) *Teoría Contractual de la Empresa* Editorial Marcial Pons Madrid 1998
- Bebchuk L. y Chang H. F. (1993) "Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization" *Journal of Law, Economics & Organization* V8 N2. 253-279
- Bergman, Y. Z. y J. L. Callen (1991) " Opportunistic Underinvestment in Debt Renegotiation and Capital Structure" *Journal of Financial Economics* 29, pp. 137 - 171.
- Binmore, K., Rubinstein, A. y Wolinsky, A. (1986) "The Nash bargaining solution in economic modelling" *Rand journal of Economics*. Vol. 17, No. 2, Summer, pp. 177-188
- Bulow, J. y Shoven, J. (1978) "The bankruptcy decision" *Bell Journal of economics* 0, 436-45.
- Campbell, S. (1996) "Predicting Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms" *Accounting Horizons* Vol. 10 N° 3, September pp. 12-25.
- Casey, C, V.McGee., y C Sticney., (1986) "Discriminating Between Reorganized and Liquidated Firms in Bankruptcy" *The Accounting Review*, Vol. LXI, No 2, pp. 249-262.
- Cordón Moreno, F. (1995) *Suspensión de Pagos y Quiebra. Una visión jurisprudencial*. Aranzadi Editorial. Pamplona.
- Fernández, A. I. (1986) "El Diagnóstico Financiero de la Empresa. Nuevas Tendencias en el Análisis" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XV, núm. 49, pp. 113-132
- Ferrando, M. y F. Blanco (1998) "La previsión del fracaso empresarial en la Comunidad Valenciana: Aplicación de los modelos discriminante y Logit" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 95, pp. 499-540
- Franks, J. y K.G. Nyborg (1996) "Control Rights, Debt Structure, and the Loss of Private Benefits: The Case of the U.K. Insolvency Code" *The Review of Financial Studies* Winter, Vol. 9 N° 4, pp. 1165-1210.
- Gallego, A.M., J.C. Gómez y L. Yáñez [1997a] "Modelos de predicción de quiebras en empresas no financieras" *Actualidad Financiera*, mayo, pp. 3-14
- Gallego, A.M., J.C. Gómez y L. Yáñez [1997b] "Predicción de quiebras en empresas no financieras: Una aplicación del modelo Logit" *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, núm. 3, pp. 129-138
- Gandía, J.L., J. López y R. Molina (1998) "La suspensión de pagos en las PYMES: Una aproximación empírica" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 94, pp. 71-97
- Garrigues, J. (1980) *Curso de Derecho Mercantil* Madrid
- Hart, O. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure* Claredon Press Oxford

- Jackson, T. H. (1986) *The Logic and Limits to Bankruptcy*. Boston: Little, Brown.
- Kim, M. y M Kim (1999) "A note on the Determinants of the Outcomes of Bankruptcy Petitions: Evidence From Korea" *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(7) & (8) Sept/Oct, pp. 997-1011
- Lizarraga, F. (1997) "Utilidad de la información contable en el proceso de fracaso: Análisis del sector industrial de la mediana empresa española" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 92, pp. 871-915
- Maddala, G.S. (1983) *Limited Deendent and Qualitative Variables in Econometrics* Econometric Society Monographs (Cambridge University Press, Cambridge)
- Myers, S. (1977) "Determinants of Corporate Borrowing" *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147 - 75
- Nash, J. (1953) "Two Person Cooperative Game", *Econometrica*, 21, pp. 128-140
- Salas, V. (1987) *Economía de la Empresa* Ariel Economía. Barcelona
- Sancho Gargallo, I. (1997) *La retroacción de la quiebra*, Ed. Aranzadi.
- Smith, C. y J. Warner (1979) "On financial contracting: an analysis of bond covenants" *Journal of Financial Economics* 7, 117-61
- Wruck, K. (1990) "Finacial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency" 27 *Journal of Financial Economics* 419-44