

¿Puede una ley concursal ser eficiente? Una aproximación conceptual a la solución de los problemas de insolvencia

CAN A BANKRUPTCY LAW BE EFFICIENT?

A CONCEPTUAL APPROACH TO THE SOLUTION OF PROBLEMS OF
INSOLVENCY

ABSTRACT: The modifications made in recent years to bankruptcy legislation in diverse countries and the differences which still persist show the lack of a theoretical reference model regarding the optimum structure that a bankruptcy system must have. Our proposal is that only by taking into account the three types of efficiency in such legislation, and their importance in each of the phases through which a company may go, is it possible to evaluate the usefulness of measures contemplated in bankruptcy procedures. The frequently antagonistic nature of different types of efficiency means that legislation aims to achieve a balance in terms of the objectives sought. Nonetheless, in our view this should not be a fundamental question. The important thing must not be whether or not a law is totally efficient but rather that the measures that it establishes must be truly useful in achieving the proposed objectives. And that is where a profound understanding of the three types of efficiency is indispensable if the aim is to create effective regulations to best achieve its goals.

KEYWORDS: Financial difficulties, bankruptcy legislation efficiency, overinvestment, underinvestment.

UNE LOI D'INSOLVABILITÉ PEUT-ELLE ÊTRE EFFICACE?
APPROXIMATION CONCEPTUELLE DE LA SOLUTION DE PROBLÈMES
D'INSOLVABILITÉ

RÉSUMÉ : Les modifications réalisées durant les dernières années concernant les législations d'insolvabilité de différents pays et les différences persistantes, signalent l'absence d'un modèle théorique de référence de la structure optimum d'un système d'insolvabilité. Tenant compte des trois types d'efficacité de la législation, et de son importance pour chaque phase de l'entreprise, il est possible d'évaluer l'utilité des mesures adoptées dans les procédures d'insolvabilité. Une réponse simple n'est pas donnée à la question posée dans le titre de cet article. Le caractère souvent antagonique des différents types d'efficacité détermine les législations à rechercher un équilibre en fonction des objectifs proposés, ce qui, à notre avis, ne devrait pas être une question fondamentale. En effet, le fait que la loi soit totalement efficace ou non n'est pas le point le plus important, mais bien plutôt que les mesures établies soient réellement utiles pour atteindre les objectifs fixés. Par conséquent, la compréhension profonde des trois types d'efficacité est indispensable pour la mise en place d'une réglementation efficace, atteignant ses objectifs le mieux possible.

MOTS-CLEFS : difficultés financières, efficacité législation d'insolvabilité, surinvestissement, sous-investissement.

UMA LEI CONCURSAL PODE SER EFICIENTE? UMA APROXIMAÇÃO
CONCEITUAL À SOLUÇÃO DOS PROBLEMAS DE INSOLVÊNCIA

RESUMO: As modificações realizadas nos últimos anos nas legislações concursais de diferentes países, e as diferenças que ainda persistem, demonstram a ausência de um modelo teórico de referência sobre qual é a estrutura ideal que um sistema concursal deve ter. Nossa proposta é que somente levando em consideração os três tipos de eficiência da legislação, e sua importância em cada uma das fases pelas quais pode atravessar a empresa, é possível avaliar a utilidade das medidas contempladas nos procedimentos de insolvência. A pergunta que dá título ao trabalho não tem uma resposta simples. O caráter, muitas vezes antagonico, dos diferentes tipos de eficiência faz com que as legislações procurem alcançar um equilíbrio em função de quais sejam os objetivos pretendidos. Não obstante, isso não deveria ser, em nossa opinião, uma questão fundamental. O importante não deve ser se a lei é totalmente eficiente ou não, mas sim se as medidas que estabelece são realmente úteis para alcançar os objetivos propostos. E é aí onde uma compreensão profunda dos três tipos de eficiência se demonstra imprescindível se realmente se pretende realizar uma normatividade eficaz que alcance da melhor maneira possível suas metas.

PALAVRAS CHAVE: dificuldades financeiras, eficiência legislação concursal, sobreinvestimento, subinvestimento.

CLASIFICACIÓN JEL: G33, G38.

RECIBIDO: diciembre de 2009 APROBADO: abril de 2011.

CORRESPONDENCIA: Carlos López-Gutiérrez. Departamento de Administración de Empresas. Universidad de Cantabria. Avda. de los Castros S/N, 39005 Santander, Cantabria, España.

CITACIÓN: López-Gutiérrez, C., Torre-Olmo, B. & Sanfilippo-Azofra, S. (2011). ¿Puede una ley concursal ser eficiente? Una aproximación conceptual a la solución de los problemas de insolvencia. *INNOVAR*, 21(41), 125-144.

Carlos López-Gutiérrez

Doctor por la Universidad de Cantabria, profesor contratado doctor,
Universidad de Cantabria, España.

Correo electrónico: carlos.lopez@unican.es

Begoña Torre-Olmo

Doctora por la Universidad de Cantabria, profesora titular de Universidad, Universidad de Cantabria, España.

Correo electrónico: torreb@unican.es

Sergio Sanfilippo-Azofra

Doctor por la Universidad de Cantabria, profesor contratado doctor, Universidad de Cantabria, España.

Correo electrónico: sanfilis@unican.es

RESUMEN: Las modificaciones realizadas en los últimos años en las legislaciones concursales de diferentes países, y las diferencias que aún persisten, ponen de manifiesto la ausencia de un modelo teórico de referencia sobre cuál es la estructura óptima que debe tener un sistema concursal. Nuestra propuesta es que solo teniendo en cuenta los tres tipos de eficiencia de la legislación, y su importancia en cada una de las fases por las que puede atravesar la empresa, es posible evaluar la utilidad de las medidas contempladas en los procedimientos de insolvencia. La pregunta que da título al trabajo no tiene una respuesta sencilla. El carácter muchas veces antagonico de los diferentes tipos de eficiencia hace que las legislaciones traten de lograr un equilibrio en función de cuáles sean los objetivos buscados. No obstante, esto no debería ser, en nuestra opinión, una cuestión fundamental. Lo importante no debe ser si la ley es eficiente totalmente o no, sino si las medidas que establece son realmente útiles para alcanzar los objetivos propuestos. Y es ahí donde una comprensión profunda de los tres tipos de eficiencia resulta imprescindible si se quiere realizar una normativa eficaz que logre de la mejor manera posible sus metas.

PALABRAS CLAVE: dificultades financieras, eficiencia legislación concursal, sobreinversión, subinversión.

Introducción

Las dificultades financieras de la empresa, al igual que la regulación legal de su solución, han cobrado un especial protagonismo en los últimos años, en los que se está asistiendo a una ola de reformas a lo largo de todo el mundo que trata de encontrar un procedimiento concursal óptimo. No obstante, las diferencias que aún persisten entre ellas ponen de manifiesto la ausencia de un modelo teórico de referencia sobre cuál es la estructura óptima que debe tener un sistema concursal. Es en este contexto actual donde cobra especial importancia una aproximación profunda y serena a los propósitos que debe

cumplir este tipo de normativa y a las consecuencias que de ello se pueden derivar.

El objetivo de este trabajo es destacar la importancia del tipo de eficiencia que se trata de lograr, y las repercusiones que tal decisión supone, de manera que favorezca el desarrollo de normativas concursales eficientes desde un determinado punto de vista, delimitando claramente el objetivo perseguido y los mecanismos necesarios para obtenerlo. Será, pues, una contribución adicional a la clásica distinción entre la orientación a favor del deudor o el acreedor de las legislaciones de insolvencia. Tradicionalmente el debate se ha centrado en si los procedimientos concursales deberían reforzar la protección a los acreedores o si deberían establecer mecanismos que protegieran al deudor de tal forma que las empresas tuviesen en ellos un mecanismo para superar las dificultades financieras. Sin embargo, este enfoque puede estar pasando por alto los efectos que las disposiciones de la normativa de insolvencia pueden tener en todas las empresas de la economía (hayan entrado o no en un procedimiento concursal), lo que podría ocasionar que las repercusiones de esa norma fueran incluso las contrarias a las buscadas inicialmente por el legislador. La propuesta de los autores es que solo teniendo en cuenta los tres tipos de eficiencia de la legislación, y su importancia en cada una de las fases por las que puede atravesar la empresa, es posible evaluar la utilidad de las medidas contempladas en los procedimientos de insolvencia. Esto se manifiesta en una situación en la que cada uno de los agentes implicados puede actuar en defensa de sus propios intereses, por lo que el procedimiento debe buscar una forma de alinear estos, de acuerdo con el objetivo general que la norma persiga. Además, las asimetrías informativas en las que se deben resolver los problemas de insolvencia empresarial añaden una dificultad adicional en el desarrollo de este tipo de normativas.

La pregunta que da título al trabajo: ¿Puede una ley concursal ser eficiente?, no tiene una respuesta única o sencilla. El carácter muchas veces antagónico de los diferentes tipos de eficiencia hace que las legislaciones se encuentren a medio camino entre unos y otros, tratando de lograr un equilibrio en función de cuáles sean los objetivos buscados. No obstante, esto no debería ser, en opinión de los autores, una cuestión fundamental. Lo importante no debe ser si la ley es eficiente totalmente o no, sino si las medidas que establece son realmente útiles para alcanzar los objetivos propuestos. Y es ahí donde una comprensión profunda de los tres tipos de eficiencia resulta imprescindible si se quiere realizar una normativa eficaz que logre de la mejor manera posible sus metas.

El trabajo se estructura de la siguiente forma. En el siguiente apartado se plantea cuál debe ser el objetivo del siste-

ma concursal y la tipología de empresas que pueden tener que entrar en él. A continuación se exponen, de manera detallada, los diferentes tipos de eficiencia de la normativa y sus posibles implicaciones, para posteriormente mostrar la relación de estas con la orientación del procedimiento concursal. Por último, se describen los procedimientos de reestructuración de una serie de países representativos, para finalizar con las reflexiones derivadas del planteamiento realizado.

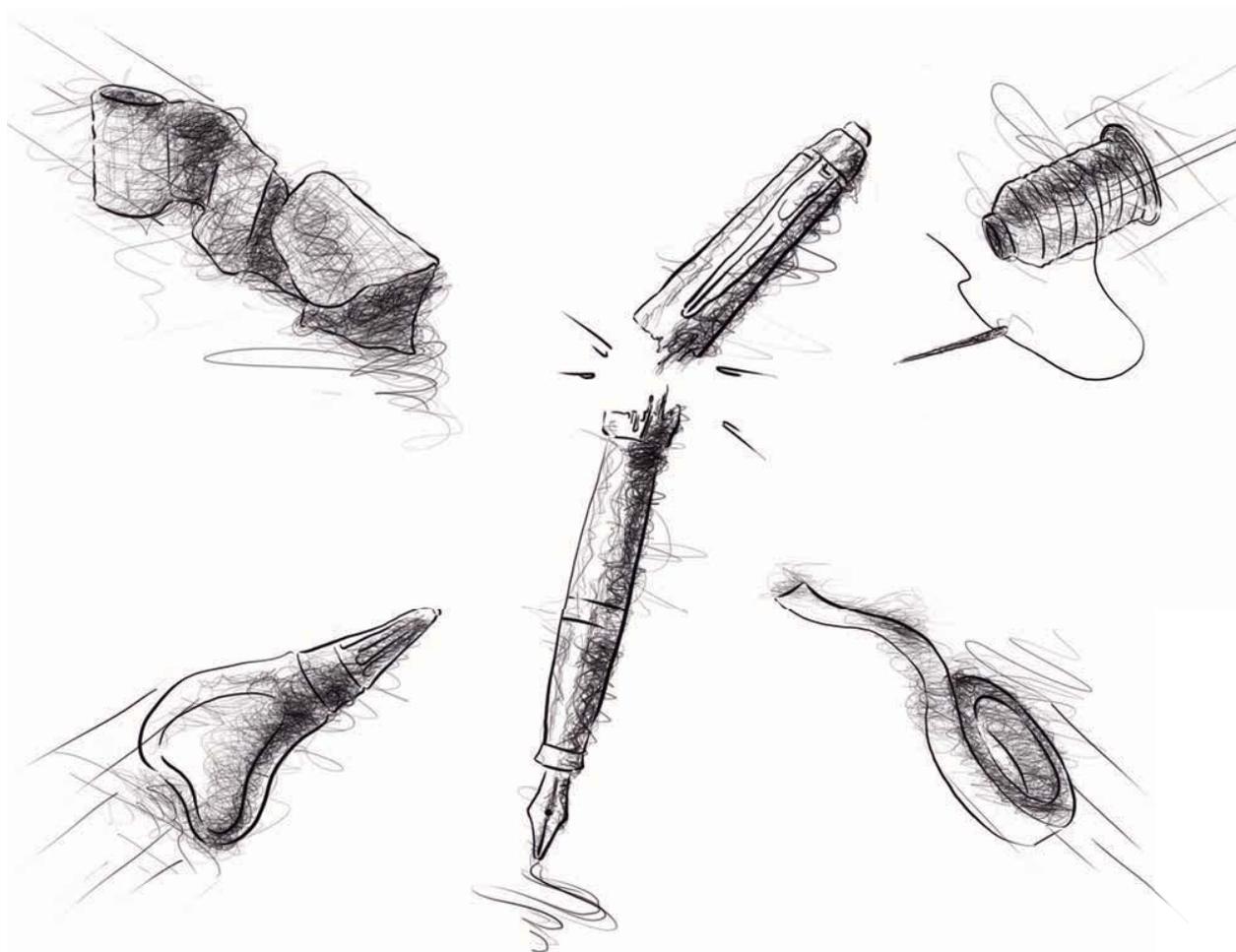
Objetivos de una legislación concursal

Según la *Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia* (2006), aprobada por la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI/UNCITRAL), los objetivos fundamentales de un régimen de la insolvencia eficaz y eficiente deberían ser los siguientes:

- Dar seguridad en el mercado para promover la estabilidad y el crecimiento económico
- Obtener el máximo valor posible de los bienes
- Ponderar adecuadamente las respectivas ventajas de la vía de liquidación y de la vía de reorganización
- Tratar de manera equitativa a los acreedores que se encuentren en circunstancias similares
- Lograr una solución oportuna, eficiente e imparcial de la situación de insolvencia
- Preservar la masa de la insolvencia para que pueda efectuarse una distribución equitativa entre los acreedores
- Garantizar un régimen de la insolvencia transparente y previsible que comprenda incentivos para reunir y facilitar información
- Reconocer los derechos existentes de los acreedores y establecer reglas claras para determinar el grado de prelación de los créditos
- Establecer un marco para la insolvencia transfronteriza

Para considerar cuál es el propósito que debe cumplir una legislación concursal, y conseguir que lo realice de manera efectiva, resulta importante distinguir las diferentes situaciones en las que se encuentran las empresas que pueden entrar en un procedimiento de este tipo. De manera general, y desde un punto de vista teórico, Jensen (1991) establece cuatro categorías.

El primer grupo incluye empresas rentables desde un punto de vista económico, pero con un tipo de estructura de capital que podría dar origen, en un momento determinado, a un desfase temporal entre los compromisos de pago



adquiridos y la frecuencia con la que se generan flujos de caja, y requerir un reajuste en los plazos para que todos los pagos puedan ser realizados en el momento convenido. Para empresas de este primer tipo, la solución debería ser facilitar una reordenación de los pagos, a través de una reestructuración financiera voluntaria en los mercados de capitales o bajo supervisión del tribunal¹.

En segundo lugar están las empresas con operaciones rentables, cuyo valor está siendo maximizado por el actual equipo directivo, pero que, por razones ajenas a la gestión, tiene un valor inferior al total de las deudas contraídas. En este caso, la reordenación temporal de los pagos no conseguiría evitar el problema de insolvencia. La empresa podría ser reorganizada creando una nueva estructura de capital y distribuyendo los nuevos títulos entre todos los agentes

con algún derecho sobre los activos de la misma, siguiendo el orden de prioridad absoluta establecido en los contratos de manera *ex ante*.

Una tercera categoría es la de las empresas que presentan una rentabilidad potencial elevada, pero que no pueden hacer frente a sus obligaciones por la gestión inapropiada de la dirección actual. Un cambio en su orientación estratégica y operativa (o incluso un cambio de equipo directivo) unido, probablemente, a una reordenación temporal de sus pagos, podría solucionar sus problemas de insolvencia.

Por último, hay que considerar a las empresas que no pueden hacer frente a sus obligaciones, cuyo valor de liquidación es superior al de la empresa como entidad en funcionamiento, que deberían ser liquidadas, destinando los recursos obtenidos a satisfacer la deuda pendiente, en el orden previamente establecido.

Según este planteamiento teórico, una tarea prioritaria de todo procedimiento concursal es la de identificar la situación por la que atraviesa la empresa para aplicar la solución adecuada. Esta tarea resulta complicada, puesto que

¹ El tribunal únicamente debería intervenir en el caso de que la reestructuración privada no se pudiera efectuar por problemas de regulación que restrinjan las posibilidades de los agentes que deben aportar financiación, impedimentos de tipo impositivo o aparición del problema del holdout o efecto polizón.

un error en la clasificación puede ocasionar que se le aplique una solución equivocada, dando lugar a resultados ineficientes desde un punto de vista económico. No resulta fácil tampoco, desde una perspectiva conceptual, puesto que este esquema presupone que la única meta de la normativa concursal es ocuparse del tratamiento de las empresas con problemas de insolvencia, sin tener en cuenta los incentivos que esta legislación ofrece al comportamiento de los agentes desde un punto de vista *ex ante*.

Este último aspecto resulta de vital importancia, puesto que las características de los sistemas concursales pueden afectar la política de inversión, el mantenimiento o la liquidación de la empresa y las decisiones operativas, a través de sus efectos sobre el resultado de la negociación con el resto de los agentes implicados. Además, también ejercerá influencia sobre la disponibilidad de fondos para financiar las inversiones, la estructura de capital y el tipo de inversiones realizadas por la empresa (John, 1993).

Tipos de eficiencia de la legislación concursal

La legislación de insolvencia debe tratar de lograr diferentes objetivos que no siempre son compatibles. Por un lado, debe decidir qué hacer con la empresa insolvente. Por otro lado, debe determinar cómo compensar a los acreedores que han visto incumplido su contrato de deuda, tratando a su vez de maximizar el valor de las empresas que se encuentran en una situación de insolvencia (Hart, 2000). Para conseguirlo, es necesario tener en cuenta tres tipos de eficiencia, que se relacionan con tres períodos de tiempo distintos, dependiendo de la información disponible en cada uno de ellos² (Franks *et al.*, 1996; White, 1996): la eficiencia *ex ante*, que se produce antes de que la empresa tenga dificultades financieras; la eficiencia intermedia, que se produce cuando la empresa tiene dificultades financieras pero aún no ha entrado en el procedimiento legal, y por último la eficiencia *ex post*, que se produce una vez iniciado el proceso, momento en el que hay que decidir cuáles empresas deben continuar y cuáles deben ser liquidadas.

Eficiencia *ex ante*

La eficiencia *ex ante* trata de evitar que el deudor tome decisiones en contra de los intereses de los acreedores,

² Según Holmstrom y Myerson (1983), el período *ex ante* comprende el momento antes de que los individuos reciban cualquier tipo de información privada. El intermedio será cuando la información es recibida pero no compartida. Finalmente, el período *ex post* será cuando la información privada es conocida por todos los agentes interesados.

incentivando el cumplimiento o satisfacción de la deuda. Consiste en maximizar el valor obtenido por los acreedores propiciando la aparición de mecanismos para que los acreedores ejerzan una actividad de control sobre las actuaciones de la empresa (Cornelli y Felli, 1997). De esta forma, la legislación afecta los incentivos de las distintas partes implicadas al tomar sus decisiones, antes incluso de que exista cualquier indicio de dificultades financieras.

La regulación concursal tiene dos efectos principales sobre el comportamiento *ex ante* de todas las empresas. Al primero se le denomina efecto "castigo" para los directivos cuando la empresa entra en el procedimiento concursal, y que les estimula a tomar decisiones con el objetivo de evitar que la empresa llegue a tener problemas de insolvencia. Por otro lado, las disposiciones de la ley concursal afectarán el coste de financiación para todas las empresas que operan en el mercado, por su efecto sobre el riesgo de los aportantes de fondos ajenos. Un correcto funcionamiento del mercado de crédito penaliza a aquellas empresas que no hacen frente a sus obligaciones de pago, penalización que puede afectar a los accionistas y a los directivos de la empresa insolvente.

Eficiencia intermedia

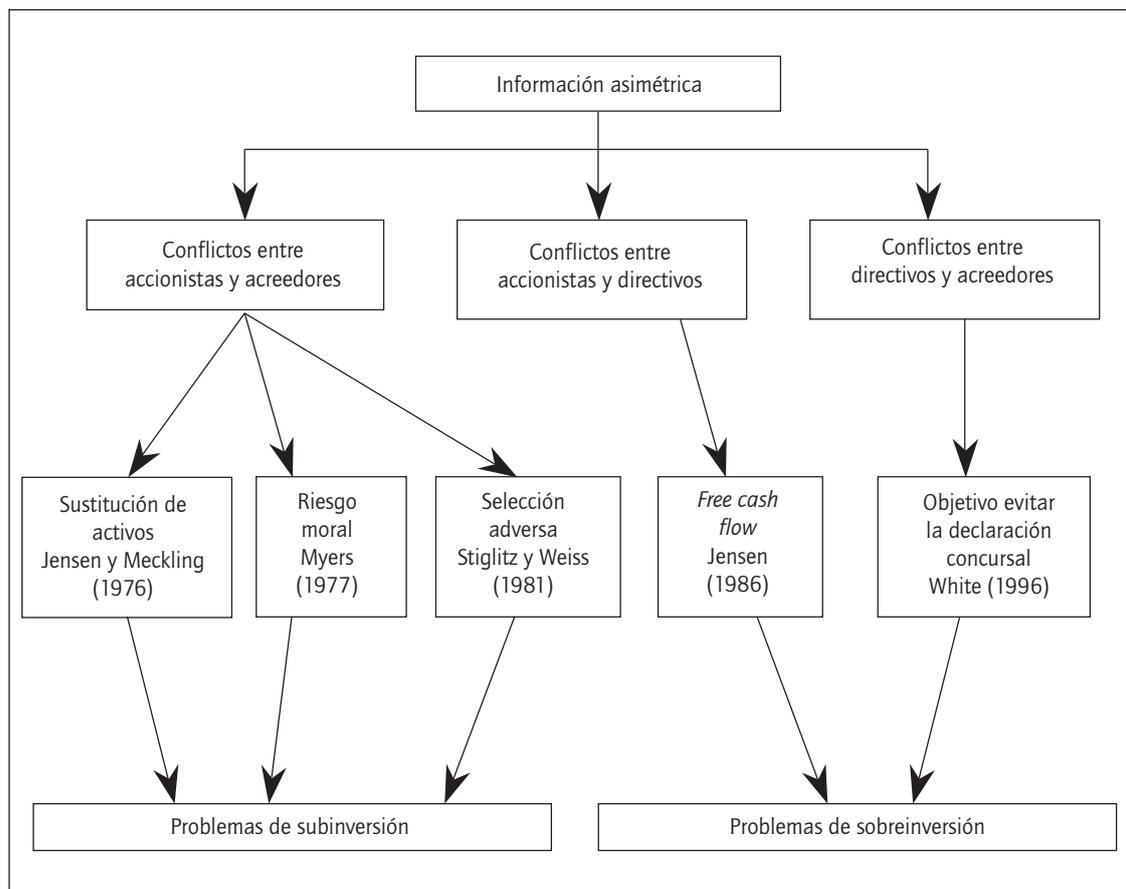
Incluso bajo una política concursal completamente orientada a la consecución de la eficiencia *ex ante* resulta inevitable la existencia de dificultades financieras en determinadas empresas, que también se verán afectadas por la normativa concursal, antes de producirse la declaración legal de insolvencia, aunque el número de ellas se verá afectado por la política concursal y su eficiencia *ex ante*. La eficiencia intermedia trata de maximizar el valor de las empresas con dificultades financieras antes de que declaren su situación de insolvencia.

Antes de producirse la entrada en el procedimiento, se pueden manifestar distintos comportamientos ineficientes por parte de los directivos de la empresa: los problemas de sobreinversión, subinversión y el retraso en la entrada en el procedimiento.

En esta fase pueden aparecer problemas por decisiones subóptimas de inversión, debido a la existencia de imperfecciones en los mercados de capitales, tales como la asimetría en la información y los costes de agencia. Es decir, puede ocurrir que no todos los proyectos rentables sean llevados a cabo (subinversión) o que se realicen proyectos excesivamente arriesgados, con un valor actual neto negativo (sobreinversión).

De manera gráfica se pueden observar cuáles son los conflictos existentes entre los *stakeholders* de la empresa que

FIGURA 1. Asimetrías de información y decisiones supóptimas de inversión.



Fuente: adaptado de Morgado y Pindado (2003).

llevan a la existencia de estas decisiones subóptimas de inversión (ver figura 1):

Por un lado, existen problemas de subinversión, es decir, que no se lleven a cabo proyectos de inversión que tienen un valor actual neto positivo. En este caso, la empresa emite deuda con el objeto de financiar la realización de un proyecto, con un vencimiento posterior al de la realización de la inversión. De esta forma, el verdadero valor del proyecto se revelará a los inversores con posterioridad a la formalización de sus contratos de deuda. Si el proyecto se financia a través de deuda, para que el accionista se beneficie con su realización no solo deberá generar una cantidad superior al valor de la inversión, sino que además tendrá que superar también el valor nominal de la deuda emitida, por lo que la empresa renunciará a ejecutar determinadas oportunidades de inversión rentables cuando los beneficios repercutan únicamente sobre los acreedores.

En la figura se observa que esta situación puede ser fruto de la existencia de problemas de riesgo moral (Myers, 1977), selección adversa (Stiglitz y Weiss, 1981) o el problema de sustitución de activos puesto de manifiesto por

Jensen y Meckling (1976), derivados de conflictos entre los accionistas y los acreedores de la empresa.

Por lo que se refiere al riesgo moral, los accionistas pueden percibir que los acreedores se apropiarán del valor creado por la realización de una determinada inversión, debido a la prioridad de que gozan en caso de insolvencia, por lo que no tendrán ningún incentivo por realizarla cuando su valor actual neto sea menor que la cantidad total de deuda emitida por la empresa.

Además, se pueden encontrar con problemas de subinversión debido a la selección adversa, que hará que los acreedores exijan una mayor compensación si no son capaces de distinguir *a priori* la calidad de las diferentes alternativas de inversión.

Por último, el problema de sustitución de activos surge por el incentivo que tienen los accionistas a tomar excesivos riesgos, debido a su responsabilidad limitada, por lo que pueden destinar los fondos obtenidos en su financiación a proyectos más arriesgados de los que inicialmente habían sido comunicados a los acreedores. La existencia de información asimétrica después de realizados los contratos de

deuda puede llevar a la aparición de subinversión, debido a un incremento en los costes de financiación, problemas de racionamiento de crédito o establecimiento de límites a la decisión de inversión (Morgado y Pindado, 2003).

En la misma línea, aunque desde otra perspectiva, surgen los problemas de sobreinversión, es decir, que se realicen proyectos de inversión que no sean económicamente rentables, con un valor actual neto negativo. Este problema procede de los conflictos de intereses de los directivos con el resto de los *stakeholders* de la empresa, tanto con los accionistas como con los acreedores. En presencia de información asimétrica, los directivos pueden utilizar los flujos de caja libres³ para llevar a cabo proyectos de inversión con un valor actual neto negativo, si eso favorece sus propios intereses, aunque pueda resultar perjudicial para el resto de los partícipes de la empresa (Jensen, 1986).

En este caso, cuando los acreedores prestan unos recursos financieros, lo hacen a cambio de un precio fijado en función del riesgo que la empresa tiene en el desarrollo de su actividad. Sin embargo, este nivel de riesgo puede ser modificado, una vez que los fondos son obtenidos, con la realización de proyectos de inversión más arriesgados que para los que, en un principio, se había obtenido la financiación. Si este hecho se produce, el precio exigido por los acreedores no se corresponderá con el que hubieran pactado si se conociese *a priori* ese incremento indiscriminado del riesgo.

La preferencia de los accionistas por proyectos de inversión más arriesgados se ha explicado en la literatura financiera por la consideración de las acciones como una opción de compra europea sobre la propiedad de la empresa, de tal forma que el accionista tendrá la posibilidad de recuperarla de manos de los obligacionistas, al vencimiento de la deuda, con un precio de ejercicio igual al principal de la deuda. De acuerdo con Black y Scholes (1973), el valor de esta opción de compra se va a incrementar con la varianza de los flujos de caja generados por la empresa, por lo que se produce una transferencia de riqueza de los obligacionistas hacia los accionistas. Dicha transferencia aparece porque los obligacionistas tienen derecho a recibir una remuneración fija, que no se va a incrementar con un aumento del valor de la empresa, mientras que se puede ver reducida si los recursos generados no son suficientes para hacer frente al pago total requerido por los acreedores. En definitiva, si el empresario opta por la realización del proyecto de mayor riesgo, que beneficia a los accionistas,

puede incrementar la probabilidad de insolvencia de la empresa, con lo que los acreedores se van a ver perjudicados.

Esta situación no va a plantear ningún problema si la decisión de inversión se toma con anterioridad a la realización del contrato de endeudamiento, puesto que el acreedor exigirá un precio por su financiación, acorde con el riesgo percibido de la realización de ese determinado proyecto de inversión. Sin embargo, en una situación de incertidumbre, con una clara existencia de información asimétrica a favor del empresario, y ante la existencia del riesgo moral por la incapacidad de desarrollar contratos que garanticen la ejecución del proyecto inicialmente pactado, el acreedor concederá los recursos siempre en las condiciones más desfavorables para la empresa, es decir, teniendo en cuenta que está prestando los fondos para la realización del proyecto más arriesgado. Esta anticipación será la única forma de evitar ser objeto de fraude por parte de los accionistas⁴.

Estos problemas pueden verse agravados en las empresas con dificultades financieras antes de que se realice la declaración de insolvencia. Los problemas de subinversión se agravan porque los accionistas y directivos no tendrán incentivos para realizar proyectos de inversión rentables, si con ello no reducen la probabilidad de quiebra. Esto ocurre porque este tipo de proyectos reduce la variabilidad de los rendimientos de la empresa, mejorando únicamente la situación de los acreedores (White, 1996). Por otra parte, también los problemas de sobreinversión se pueden ver incrementados en las empresas con dificultades financieras, ya que los directivos tendrán fuertes incentivos para llevar a cabo inversiones excesivamente arriesgadas, si con ello evitan el inicio del procedimiento concursal. En este caso, si el proyecto finaliza con éxito, se consigue evitar, o al menos retrasar, la entrada en los mecanismos concursales, mientras que, si fracasa, la situación para los directivos no ha empeorado, siendo los acreedores los que soportan el coste de esa decisión.

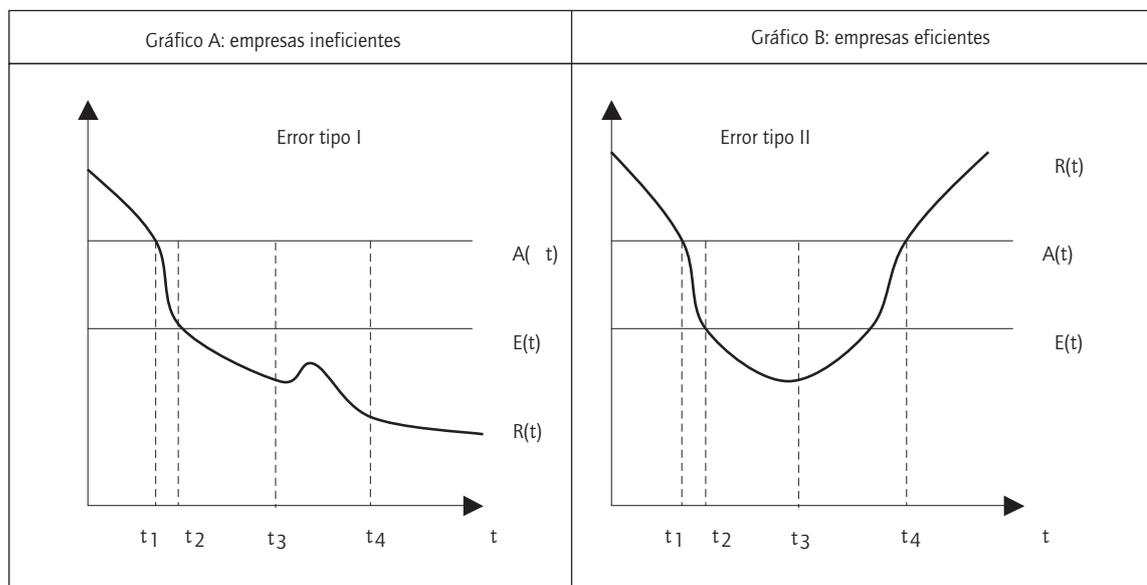
Eficiencia *ex post*

La eficiencia *ex post* se conseguirá cuando, como resultado del procedimiento, se logre maximizar el valor de la empresa insolvente. Las empresas insolventes pueden atravesar diferentes situaciones. Aquellas cuyo valor de liquidación sea mayor que su valor como entidad en funcionamiento deberán ser liquidadas, mientras que el resto maximizarían

³ Entendidos como los flujos de caja disponibles para los directivos, una vez que se han financiado todos los proyectos que generan valor.

⁴ El incentivo de los accionistas para realizar proyectos de inversión arriesgados puede ser solucionado por la reputación, ya sea de la empresa (Diamond, 1989) como de los propios directivos (Hirschleifer y Thakor, 1992).

FIGURA 2. Problemas de información y eficiencia *ex post*.



Fuente: adaptado de White (1996).

su valor si se establecen las medidas necesarias para reestructurarlas y se les permite continuar. La existencia de asimetría en la información hace que no se pueda observar de manera inequívoca cuál es la situación real de la empresa, por lo que se pueden cometer dos tipos de errores: por un lado, se pueden reestructurar empresas que por su situación deberían haber sido liquidadas (error tipo I); por otro lado, se pueden liquidar empresas cuyo valor como entidad en funcionamiento es mayor que su valor de liquidación (error tipo II). De manera esquemática, se presentan estas dos situaciones en el gráfico siguiente:

Se puede observar la evolución a lo largo del tiempo de las rentas generadas, $R(t)$, por dos tipos de empresas, las representadas en el gráfico A, que son económicamente ineficientes, y las del gráfico B, que son eficientes. $A(t)$ muestra el nivel de renta originado por el uso alternativo de los recursos de la empresa, mientras que $E(t)$ representa los gastos generados por su actividad. Las rentas se van reduciendo a lo largo del tiempo, hasta el momento t_1 , a partir del cual existe una utilización alternativa de los recursos de la empresa, que resulta económicamente más eficiente. A partir del momento t_2 , ambos tipos de empresa comienzan a tener pérdidas, situación que, si no se corrige, finalizará con la entrada en un procedimiento concursal en t_3 .

En el momento en el que aparecen las dificultades financieras (entre t_2 y t_3), los inversores conocen los flujos de caja que la empresa ha venido generando en el pasado, pero solamente pueden realizar predicciones acerca de su

comportamiento en el futuro, al desarrollar su actividad en un entorno de información incompleta (Wruck, 1990). Además, los distintos *stakeholders* están incentivados a presentar la información más conveniente para sus intereses, por lo que resulta extremadamente difícil determinar cuál es la verdadera situación de la empresa⁵. En este caso, las representadas en el gráfico A deberían ser liquidadas, mientras que las del gráfico B podrían ser reorganizadas y continuar en funcionamiento. El procedimiento concursal, por tanto, debe evitar que se produzcan errores en la calificación de la viabilidad de las sociedades, que llevan a soluciones ineficientes.

Se puede producir un error en la identificación de empresas económicamente ineficientes, de tal forma que se les permita entrar en el procedimiento de reorganización, asumiendo que no va a ser posible su saneamiento, por lo que, únicamente, se consigue mantenerlas funcionando durante un período de tiempo más. También es posible que el procedimiento concursal no sea capaz de salvar empresas económicamente eficientes, pero que atraviesan por dificultades financieras, por lo que se produce un coste por la pérdida del valor de la empresa como entidad en funcionamiento. En este caso, el coste de cada una no rees-

⁵ Incluso compartiendo las mismas predicciones sobre la generación futura de flujos de caja, pueden existir conflictos sobre la mejor manera de resolver las dificultades financieras, porque diferentes políticas de reestructuración distribuyen la riqueza entre accionistas, directivos y acreedores de manera distinta (Wruck, 1990).

estructurada no depende de cuál sea la política concursal, puesto que es función de las propias características de la compañía. El error tipo II aparece siempre que se liquide una de estas empresas. Así, de todas las que entran en un procedimiento de reestructuración, no todas lo completan con éxito. El coste por errores tipo II depende tanto de cuál sea la efectividad de la política concursal identificando las empresas eficientes, como de su capacidad para salvarlas mediante un procedimiento de reorganización.

Del anterior análisis de la eficiencia se deduce que el efecto que tiene la ley de quiebras sobre el comportamiento de la empresa puede variar en función de la situación económica y financiera de la misma. Esto provoca que medidas legales destinadas a aumentar el valor de las empresas sanas pueden reducirlo si estas tienen dificultades financieras o han entrado en un procedimiento de insolvencia. Teniendo claros los efectos que cada disposición va a tener en cada una de las fases por las que atraviesa la empresa, una regulación de insolvencia debería tratar de maximizar el valor de los activos en las tres situaciones anteriores (cuando no hay dificultades financieras, cuando las hay pero no se han declarado y cuando se ha declarado la quiebra). Esto supone tratar de ser eficiente desde el punto de vista *ex ante*, intermedio y *ex post* (White, 1996). Sin embargo, existe un efecto compensación, de manera que cuando se aumenta la eficiencia en un período, se puede reducir en los otros. Esta situación puede explicar la variedad de legislaciones en los distintos países, y el hecho de que no exista un patrón universalmente utilizado para su regulación.

Eficiencia y orientación de la regulación concursal

Tradicionalmente, las legislaciones concursales han seguido dos posibles orientaciones: sistemas orientados a la protección del deudor (*debtor-oriented systems*), cuyo ejemplo más analizado es el Capítulo 11 de Estados Unidos, o sistemas orientados a la protección de los acreedores (*creditor-oriented systems*), cuyo ejemplo paradigmático es la *Receivership* del Reino Unido (López *et al.*, 2009, 2011;

Davydenko y Franks, 2008; Franken, 2004; Franks *et al.*, 1996; Kaiser, 1996). Los primeros otorgan al deudor un mayor control en las distintas fases del proceso. Con ello se trata de proteger los derechos de todos los *stakeholders* de manera indirecta, al actuar los directivos en beneficio de los accionistas, que representan los derechos de menor prioridad (Jayaraman *et al.*, 2001). Frente a esta posición existe la otra tendencia, que otorga a esos *stakeholders* derechos de decisión a lo largo del procedimiento, o bien que delega la responsabilidad en administradores externos que persigan la satisfacción de todas las partes que tienen intereses en la empresa insolvente.

Los diferentes niveles de eficiencia que se han descrito guardan una estrecha relación con la orientación de la legislación de insolvencia. De esta forma, el tipo de eficiencia conseguido estará en función del grado de protección que se establezca para cada una de las partes. De manera resumida, se puede observar en la tabla 1 el comportamiento de los costes derivados de pérdidas de eficiencia bajo los dos tipos de orientación de legislación concursal:

Así, una mayor eficiencia *ex ante* aparece bajo legislaciones orientadas a la protección de los acreedores. Esto se produce a través de dos efectos. En primer lugar, existe lo que se denomina efecto "castigo" para los directivos, que les estimula a tomar decisiones con el objetivo de evitar que la empresa llegue a tener problemas de insolvencia. El valor futuro de la empresa estará condicionado, en una parte considerable, por el nivel de dedicación o habilidad de la dirección. El tratamiento aplicado por la ley de insolvencia ejercerá su influencia sobre el nivel de esfuerzo directivo, incentivando una mejor gestión cuanto más duro sea con la dirección actual. En estas circunstancias, los directivos estarán dispuestos a renunciar a la consecución de sus propios objetivos a cambio de evitar la entrada en el procedimiento de insolvencia (White, 1996). Por tanto, los mecanismos que tratan a los directivos de manera más severa proporcionan mayores incentivos para una mejor gestión y reducen los conflictos de intereses entre el deudor y los acreedores (Aghion *et al.*, 1992). Para White (1996), el efecto "castigo", originado por ineficiencias *ex ante* en el procedimiento, es el más importante, al afectar a todas

TABLA 1. Eficiencia y orientación de la legislación concursal.

	Eficiencia <i>ex ante</i>		Eficiencia intermedia			Eficiencia <i>ex post</i>	
	Efecto castigo	Coste de capital	Subinversión	Sobreinversión	Retraso de entrada	Errores tipo I	Errores tipo II
Empresas afectadas	Todas	Todas	Todas las insolventes	Todas las insolventes	Insolventes ineficientes	Insolventes ineficientes	Insolventes eficientes
Orientación hacia el acreedor	Bajo	Bajo	Muy alto	Muy alto	Alto	Muy bajo	Alto
Orientación hacia el deudor	Alto	Alto	Bajo	Medio	Bajo	Muy alto	Muy bajo

Fuente: elaboración propia (adaptado de White, 1996).

las empresas, independientemente de cuál sea su situación de solvencia.

En segundo lugar, la orientación de la ley de insolvencia puede afectar la financiación de todas las empresas. Davydenko y Franks (2008) y Qian y Strahan (2007) encuentran que el grado de protección a los acreedores es un factor determinante del comportamiento de las entidades financieras a la hora de financiar las empresas de cada país (afecta las tasas de recuperación, el plazo de las operaciones y las garantías exigidas). Si la legislación protege especialmente los intereses de los acreedores, puede reducirse el coste de financiación para todas las empresas que operan en el mercado (Qian y Strahan, 2007; Bae y Goyal, 2004). Las expectativas de recuperación de los acreedores en caso de problemas de insolvencia influyen en sus decisiones y, por tanto, contribuyen a determinar la eficiencia *ex ante* de la normativa. Además, resultan también de gran importancia los incentivos para que el acreedor ejerza una actividad de vigilancia y control sobre la actuación de los directivos de la empresa⁶ (Djankov *et al.*, 2007). La violación del orden de prioridad, que como se verá puede favorecer la eficiencia *ex post* del proceso, reduce estos incentivos de control e incrementa el coste medio de capital para las empresas, lo que resultaría ineficiente desde un punto de vista *ex ante* (Cornelli y Felli, 1997).

En cuanto a la eficiencia intermedia, si bien es cierto que con una política concursal orientada hacia los acreedores se podría reducir el número de empresas con problemas de insolvencia por la mejora de la eficiencia *ex ante*, los costes por subinversión y sobreinversión se agravan en cada empresa individual. En particular, los sistemas más duros con el deudor incrementan los incentivos para la realización de proyectos excesivamente arriesgados (en este caso, el principal objetivo de la dirección será evitar la entrada en el procedimiento). Además, cuanto más severo sea su tratamiento en el procedimiento, menores incentivos tendrán los directivos para realizar inversiones rentables, a menos que con ello se obtenga un rendimiento suficiente para reducir de manera significativa la probabilidad de insolvencia. No obstante, estos problemas también aparecen en normativas orientadas hacia la protección del deudor. En este caso, el problema de subinversión se reduce considerablemente, pero el de sobreinversión permanece alto, aunque en menor medida, puesto que la declaración de insolvencia, bajo cualquier política, supone un perjuicio para los accionistas y los directivos de la empresa, por lo que

tratarán de evitarla, incluso incurriendo en riesgos indiscriminados.

Otra situación relacionada con la eficiencia intermedia es la posibilidad de que existan retrasos en la entrada en el procedimiento. En este caso se produce un efecto similar de manera global, al disminuir las empresas ineficientes que tienen dificultades financieras en normativas protectoras de los acreedores. Sin embargo, para cada empresa se produce un incremento por el coste de retraso en la entrada. Por un lado, si la potestad de iniciar el procedimiento corresponde al deudor, tratará de retrasarla lo más posible⁷. Si, como es más común, son los acreedores los que pueden solicitar el inicio, el deudor tendrá un fuerte incentivo para ocultar su verdadera situación, lo que también llevaría a retrasos y a la aparición de costes adicionales que reducen el valor de la empresa insolvente⁸. En cambio, los sistemas que mantienen la empresa bajo el control de la dirección actual reducen este tipo de retrasos. Incluso es posible encontrarse con empresas que inician el procedimiento con fines estratégicos, por la protección que este tipo de procedimientos les facilitan, y que pueden incluso suponer una ventaja frente a sus competidores (Delaney, 1992; Rose-Green y Dawkins, 2002).

La falta de atención hacia las ineficiencias en la fase intermedia podría estar detrás de la poca capacidad de recuperación que han presentado los distintos procedimientos de reestructuración (Couwenberg, 2001). Generalmente, el escaso éxito de estos mecanismos suele explicarse por el alto grado de deterioro con el que las empresas entran en los procedimientos de reestructuración. Esto puede verse agravado por la aparición de decisiones subóptimas de inversión tomadas por los directivos de las empresas con problemas de insolvencia, lo que haría ineficaz el establecimiento de un mecanismo de reestructuración, incluso diseñado de manera eficiente en un sentido *ex post*. Además, los procedimientos severos con el deudor incentivan la ocultación de información por su parte. Por consiguiente, se estaría ante un efecto compensación entre la eficiencia *ex ante* y la intermedia, que dificulta la definición de una normativa concursal eficiente desde un punto de vista global.

Por último, en lo que se refiere a la eficiencia *ex post*, los efectos sobre los dos tipos de errores son opuestos. Así, bajo normativas orientadas hacia los acreedores, el nú-

⁶ Uno de los principales papeles ejercidos por los acreedores en la economía es el control de las acciones del deudor (Jensen y Meckling, 1976).

⁷ Los retrasos en el inicio del procedimiento son aún mayores si los directivos tienen una alta participación en la propiedad de la empresa (Bris *et al.*, 2006).

⁸ En este caso, las posibilidades reales de retraso para el deudor se limitan a restricciones informativas, puesto que no suelen tener capacidad legal para oponerse a la declaración.

mero de empresas ineficientes que se reorganizan es muy reducido, mientras que se incrementa la probabilidad de liquidar empresas eficientes, por lo que los errores tipo II serán muy frecuentes. Por otro lado, bajo políticas menos severas con el deudor, los directivos de las empresas no rentables tratarán de lograr su supervivencia, siendo, en este caso, este tipo de actuaciones permitidas por la regulación concursal. Sin embargo, el número de empresas rentables liquidadas será muy bajo, lo que evita la aparición de errores tipo II.

Lo anterior se plasma en los objetivos que la legislación pretende lograr, que en cierto modo son contradictorios, puesto que por un lado tratará de salvar el mayor número de empresas, pero cumpliendo al máximo con las obligaciones contraídas por el deudor (Espina, 2002). No existe una fórmula que permita minimizar ambos tipos de riesgo (I y II) al mismo tiempo, ya que las medidas que tienden a reducir las posibilidades de continuidad de empresas no rentables incrementan la liquidación de empresas que deberían continuar y viceversa.

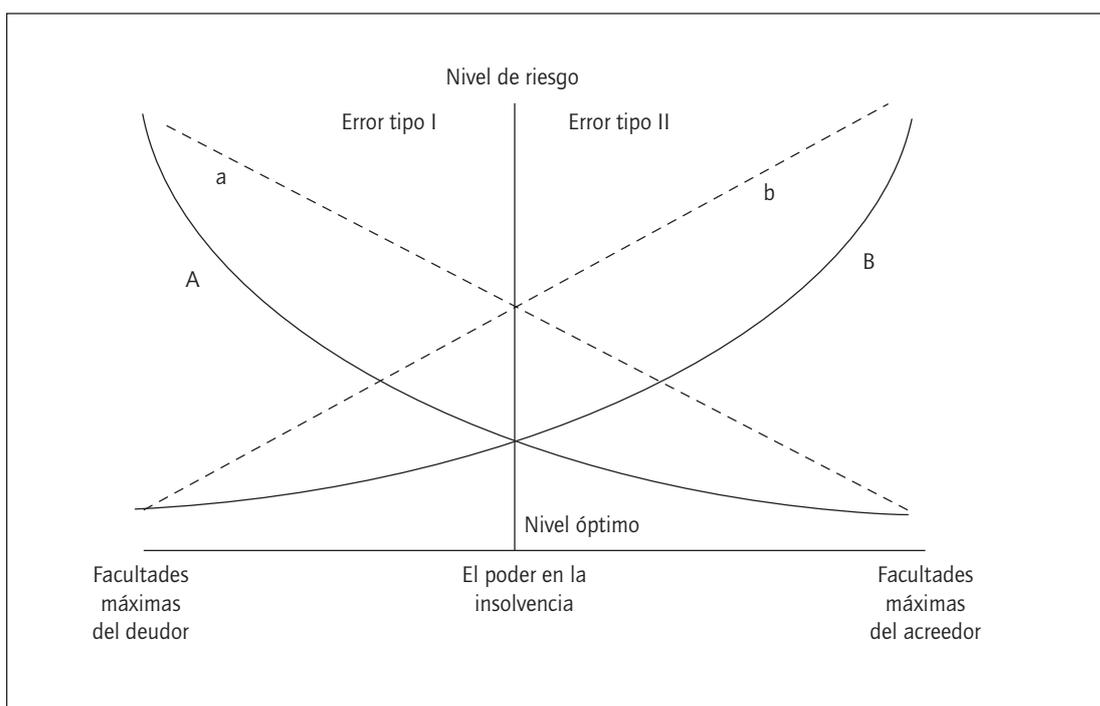
Resulta extremadamente complicado saber con exactitud hasta dónde llegar en cada una de las direcciones, por lo que las reformas concursales de los últimos años han tratado de reequilibrar los poderes otorgados a las partes en caso de insolvencia. Espina (2002) muestra gráficamente

la dificultad de encontrar el equilibrio, como se puede observar en la figura 3:

En ella se aprecia que los errores tipo I vienen asociados a legislaciones con un exceso de poder otorgado al deudor, mientras que los de tipo II lo están al caso del acreedor. Sin embargo, no se conoce la relación exacta entre la orientación concursal y este tipo de errores, es decir, no se sabe la forma que adoptan las funciones de los dos errores. Si estas fueran lineales y tuvieran la misma pendiente, es decir, si cada error guardara la misma relación proporcional con el poder otorgado a cada parte, todo lo que se ganase al evitar errores tipo I, reduciendo el poder del deudor, se perdería aumentando el error tipo II (como se ve en el gráfico con las rectas a y b). Sin embargo, a poco que las dos gráficas tengan forma hiperbólica, a medida que se aleja de los extremos se reduce el error asociado a cada zona, aumentando solo ligeramente el de la contraria (como en las curvas A y B), siendo en este caso el óptimo la zona intermedia.

Si no existiesen problemas de información asimétrica, y se pudiesen conocer de manera perfecta las perspectivas de futuro de la empresa, la eficiencia *ex post* se conseguiría siempre, es decir, se liquidarían las empresas no viables mientras que se renegociaría con las empresas viables, para buscar una solución que permitiera su continuación

FIGURA 3. Regulación de la insolvencia.



Fuente: adaptado de Espina (2002).

como empresa en funcionamiento. En esta situación, la legislación concursal se centraría en la consecución de la eficiencia *ex ante*, lo que provocaría una orientación hacia la protección del acreedor, que incentivaría a los directivos a intentar evitar la declaración formal, ya que en esta su poder de negociación se vería reducido. Sin embargo, la existencia de información asimétrica entre los directivos, mejor informados sobre la situación real de la empresa, y los acreedores, externos a la gestión y peor informados sobre la situación empresarial, provoca que la orientación de la legislación no esté tan clara. En estos casos, un sistema orientado hacia la protección del acreedor, que busque maximizar la eficiencia *ex ante*, puede ocasionar que se liquiden empresas cuyo valor en funcionamiento sea mayor que su valor de liquidación y, por tanto, hacer que aparezcan ineficiencias *ex post* en el proceso. Así, a la hora de plantear una ley concursal se debe buscar el equilibrio entre los dos tipos de eficiencia. Este equilibrio es muy complejo de conseguir, lo que hace que las regulaciones sean tan dispares entre los distintos países y que exista cierto consenso sobre la ineficiencia de todas ellas.

En este sentido, el equilibrio viene condicionado por cuál de los dos errores se considera que tiene un mayor coste. Las leyes orientadas al acreedor dificultan la supervivencia de las empresas en crisis y están más enfocadas a la liquidación. Además, uno de los múltiples objetivos de la ley es facilitar la reestructuración de las empresas en dificultades cuyo valor como entidad en funcionamiento es superior a su valor de liquidación. Si la desaparición de esas empresas supone una mayor pérdida de eficiencia, las leyes orientadas al acreedor ejercerán una influencia negativa sobre el valor de las empresas en crisis. En este caso, la búsqueda de la maximización de la eficiencia *ex ante* en las leyes orientadas al acreedor puede provocar que se liquiden empresas cuyo valor en funcionamiento sea mayor que su valor de liquidación y, por tanto, hacer que aparezcan ineficiencias *ex post* en el proceso (Povel, 1999; Franks *et al.*, 1996)⁹. Por otro lado, este tipo de orientación evitará que empresas ineficientes continúen en funcionamiento, por lo que su efecto global resulta difícil de determinar. No obstante, las reformas recientes en las legislaciones muestran una tendencia clara a establecer medidas que faciliten la continuidad de la empresa (tal y como se presenta en el epígrafe siguiente). Esto se justifica porque la liquidación de empresas viables puede suponer una mayor pérdida de eficiencia, mientras que la continuidad de empresas que debían ser liquidadas implica en realidad un retraso en la

decisión final, por lo que los costes de ese tipo de errores de calificación serán menos elevados¹⁰.

También desde el punto de vista de los acreedores existe un conflicto de intereses que afecta la orientación de la legislación concursal (Povel, 1999). Por un lado, preferirán un procedimiento severo con el deudor, que incremente sus incentivos para generar suficientes beneficios como para hacer frente a sus obligaciones de pago. Por otro lado, también desearán evitar el consumo innecesario de recursos propiciado por decisiones subóptimas de inversión, que ese tipo de legislación hace aparecer antes de formalizarse la declaración legal de insolvencia. Además, este tipo de procedimientos severos con el deudor incentiva la ocultación de información por su parte, por lo que también se estaría ante un efecto compensación entre la eficiencia *ex ante* y la intermedia, que viene a dificultar aún más la definición de una normativa concursal eficiente.

La consecución de diferentes objetivos, que frecuentemente resultan opuestos, obstaculiza la regulación de los problemas de insolvencia empresarial. Aunque no se puede afirmar que exista un código de insolvencia óptimo, es cierto que una mala regulación puede provocar soluciones mucho menos eficientes, por lo que el diseño de la legislación concursal debe intentar cumplir con los tres niveles de eficiencia definidos anteriormente.

De esta forma, no se puede hablar de una legislación concursal eficiente desde un punto de vista global, siendo necesario encontrar un equilibrio entre las distintas consecuencias que cada medida adoptada supone para las empresas de la economía en cualquier momento del tiempo, incluso desde antes de percibir algún indicio de dificultades financieras hasta que finaliza el procedimiento concursal establecido.

Orientación de las legislaciones concursales

Las dificultades para establecer un sistema concursal de acuerdo con un modelo teórico¹¹, y los diferentes objetivos que se ha visto que este debe cumplir, se ven reflejados en la variedad existente de tipo de leyes de insolvencia y

⁹ Esto se produce en un entorno de información incompleta, con distinta aversión al riesgo de las partes implicadas y ante la existencia de costes de transacción.

¹⁰ Desde otro punto de vista, el cierre de una empresa, independientemente de la oportunidad de la decisión, implica un coste social elevado. En este caso, las legislaciones parecen optar por minimizar las liquidaciones de empresas viables, aun a costa de cometer errores en sentido contrario.

¹¹ La mayor parte de los modelos teóricos de solución de la insolvencia propuestos desde el ámbito académico se basan en mecanismos de mercado, aunque ninguna de las reformas concursales que se han realizado recientemente ha optado por seguir esas propuestas (una revisión completa de esas propuestas académicas se puede ver en López *et al.*, 2008).

en las reformas recientes que se han producido en ellas. A pesar de la existencia de documentos de referencia a nivel internacional que pretenden dar un marco de referencia en lo que se refiere a la regulación de la insolvencia¹², aún persisten diferencias importantes entre los sistemas concursales de los distintos países.

En este epígrafe final se presenta una descripción de los procedimientos de reestructuración incluidos en las leyes concursales de Alemania, España, Francia, Reino Unido y Estados Unidos, países que cubren un amplio espectro de sistemas de insolvencia, desde aquellos más representativos de la protección de los acreedores hasta los que son paradigma de la protección del deudor. Además, algunos de estos países han sufrido cambios sustanciales en sus sistemas, lo que permite ver en qué dirección se han producido estos y que medidas han utilizado los legisladores para tratar de lograr los objetivos descritos a lo largo de este trabajo. Se inicia con una presentación de la normativa de referencia en cada uno de los países, y de todos los procedimientos contenidos en ella, para posteriormente abordar un análisis detallado de los procedimientos de reestructuración, con el objeto de ver en qué medida las disposiciones legales de cada uno de ellos determina su orientación.

Normativa concursal: legislación y procedimientos existentes

La normativa concursal que regulaba el tratamiento de las empresas en crisis en el Reino Unido, estaba contenida en la *Companies Act* (1985), la *Insolvency Act* (1986) y las *Insolvency Rules* (1986). A lo largo de toda esta legislación, se desarrollaban los distintos procedimientos de solución de los problemas de insolvencia empresarial. Por un lado, está la regulación de la liquidación de la empresa, en la que el acreedor con garantías se encuentra muy protegido, y cuyo objetivo es la venta de los activos y la satisfacción de las deudas que esta tenía con sus acreedores con el producto de la venta y, por otro lado, distintos procedimientos que pretenden evitar esa liquidación inmediata de la empresa. Estos procedimientos de reestructuración que la

legislación concursal del Reino Unido establecía eran la *Receivership* y la *Administrative Receivership*, la *Administration Order* y el Convenio Voluntario (*Company Voluntary Arrangement* o *Scheme of Arrangement*). Entre todos estos procedimientos de reestructuración, el más comúnmente utilizado era la *Receivership*, tal y como se puede observar en la tabla 2, en la que se presenta el número de empresas que han entrado en cada uno de los procedimientos en los últimos años de aplicación de la anterior normativa¹³.

Aunque la *Administration Order* era la forma más avanzada de reorganización, las posibilidades que tenían los acreedores con garantías de bloquear el proceso, tanto al principio como al final del mismo, explican su utilización de manera residual frente a los otros dos procedimientos.

La *Enterprise Act*, aprobada el 7 de noviembre de 2002, en su parte número diez estableció cambios importantes en los procedimientos de insolvencia en el Reino Unido, con el objetivo de facilitar, cuando sea posible, la supervivencia de la empresa, restringiendo el uso de la *Administrative Receivership*, lo que favorece la aplicación de la administración como un procedimiento colectivo que tiene en cuenta los intereses de todos los acreedores. La entrada en vigor de la norma se produjo el 15 de septiembre de 2003, para las modificaciones relativas a la insolvencia empresarial. La reforma supuso un cambio claro en la orientación de su sistema concursal, puesto que se produjo una importante poda de privilegios para los acreedores garantizados.

La legislación concursal en Alemania sufrió un cambio drástico de orientación con la reforma efectuada en 1994, si bien esta entró en vigor en 1999. La regulación aplicable hasta esa fecha era de marcado carácter de protección de los acreedores que poseían algún tipo de garantía sobre los activos de la empresa. De esta forma, la mayoría de los procedimientos concursales iniciados terminaban en liquidación. Hasta la entrada en vigor de la nueva legislación sobre insolvencias, las empresas con dificultades financieras en Alemania tenían dos procedimientos a los que acogerse para intentar solucionar sus problemas. En primer lugar, uno que buscaba la reorganización de la empresa, la "composición judicial" (*Vergleichsverfahren*) y otro que tenía como objetivo la liquidación de la misma y el reparto de su resultado entre los acreedores (*Konkursverfahren*).

¹² En este sentido cabe destacar, por un lado, la *Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia*, aprobada por la CNUDMI/UNCITRAL (la Comisión de Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional), que trata de describir los objetivos y las características fundamentales de un régimen legal sólido de la insolvencia, las relaciones entre deudor y acreedores, los procedimientos extrajudiciales de reorganización de empresas y un prontuario con soluciones flexibles y posibles. Por otro lado también se destaca el documento del Banco Mundial, *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*, de abril de 2001, que ofrece un amplio análisis económico y sobre las finalidades que debe perseguir la regulación de la insolvencia.

¹³ Hay que tener en cuenta que algunas compañías pueden estar en más de un procedimiento, sobre todo dentro de los de liquidación, en los que se incluirán todas las empresas que no han logrado un acuerdo satisfactorio en los mecanismos previos, y en el caso de los acuerdos voluntarios, que solían utilizarse de manera conjunta con el procedimiento de administración.

TABLA 2. Número de insolvencias empresariales en Inglaterra y Gales.

Tipo de procedimiento	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liquidación obligatoria	4.735	5.216	5.209	4.925	4.675	6.230
Liquidación voluntaria	7.875	7.987	9.071	9.392	10.297	10.075
Receivership y Administrative Receivership	1.837	1.713	1.618	1.595	1.914	1.541
Administration Order	196	338	440	438	698	643
Acuerdos voluntarios	629	470	475	557	597	651

Fuente: datos obtenidos de The Insolvency Service Statistics (<http://www.bis.gov.uk/insolvency>).

La nueva ley de insolvencia en Alemania (*Insolvenzordnung*), fue publicada el 18 de octubre de 1994 en el Boletín Oficial del Estado Alemán, pero no entró en vigor sino a partir del 1 de enero de 1999. La dilación entre la aprobación y su entrada en vigor se produjo a petición expresa de los *Bundesländer*, para tener tiempo de adaptar sus administraciones de justicia a los requerimientos de la nueva normativa.

Francia es el país europeo que, en teoría, mayores oportunidades de reorganización ofrece a las empresas en crisis. La base del derecho concursal francés es la Ley de 25 de enero de 1985 sobre Recuperación y Liquidación Judicial. En 1994 se produjo una reforma con el objetivo de mejorar la posición de los acreedores en el procedimiento, que había quedado muy debilitada en la ley de 1985. El derecho concursal francés hasta ese momento presentaba tres procedimientos alternativos para hacer frente a los problemas de insolvencia empresarial. Antes de entrar en una situación de suspensión de pagos, las empresas pueden intentar reestructurar sus deudas a través del mecanismo del acuerdo negociado (*Règlement amiable*). Si la empresa ya ha entrado en suspensión de pagos, la legislación ofrece la posibilidad de intentar solucionar las dificultades a través del acuerdo judicial (*Redressement judiciaire*). En el caso de que la reorganización de la empresa no se pueda conseguir, la disolución de la misma se realiza a través de la liquidación judicial (*Liquidation judiciaire*). Recientemente, en 2005 y 2008, se ha aprobado un nuevo marco legal llamado *Loi de sauvegarde*. Si bien la estructura original del sistema anterior se mantiene (en su jerarquía de objetivos), se introduce un nuevo procedimiento (*sauvegarde*) destinado a las empresas solventes que tienen sus primeros signos de dificultades.

La legislación concursal española fue objeto de una profunda transformación, con la aprobación de la Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio de 2003. La estructura de la normativa sobre insolvencias hasta el momento de la reforma estaba contenida principalmente en los Códigos de Comercio de 1829 y 1885 y en la Ley de Suspensión de Pagos de 1922, en los que se regulaban los procedimientos

de quiebra y suspensión de pagos¹⁴. A lo largo de los años, las críticas recibidas por la legislación concursal española fueron abundantes, calificándola no solo de antigua, sino también de anticuada, por lo que había sido considerada como una normativa parcial, con una regulación muy dispersa y que había perdido el contacto con la realidad empresarial presente en la actualidad (Rajak *et al.*, 1995).

La reforma optó por seguir el principio de unidad legal, y establece un único procedimiento, independientemente de la condición o no de empresario del deudor y de la finalidad de liquidación o de conservación que se persiga, denominado "concurso". El espíritu y finalidad de la ley es procurar, por una parte, la continuidad, en la medida de lo posible, de la sociedad deudora y, por otra, dar mayor flexibilidad y satisfacción a los acreedores, facultándoles para tomar iniciativas en el procedimiento que puedan cumplir sus intereses.

En Estados Unidos, el US Code contiene en su Título 11 la regulación de la insolvencia (*Bankruptcy Code*), y ha sido varias veces modificado (la última, en enero de 2009), y contempla tres procedimientos diferentes. La liquidación (*Liquidation: chapter 7*), que es el procedimiento concursal más usado, aplicado a quienes carecen de bienes suficientes para atender a todas sus obligaciones y no optan por el "ajuste de deudas". El ajuste de deudas (*Adjustment of debts: chapter 12*), aplicable a las sociedades de reducida dimensión. Y la reorganización (*Reorganization: chapter 11*), procedimiento reservado a las empresas que persigue el establecimiento de un plan de reorganización que incluya la previsión del pago de las deudas y la conservación de la empresa.

Los procedimientos de reestructuración: descripción y orientación

Finalmente, se aborda en este epígrafe la orientación de los procedimientos de reestructuración contenidos en los

¹⁴ El procedimiento que generalmente se ocupaba de la liquidación de las empresas era la quiebra, mientras que la suspensión de pagos estaba más orientada hacia la supervivencia de la misma, aunque los dos mecanismos podían conducir tanto a la desaparición como a la continuidad.

sistemas concursales de los países seleccionados. En este sentido, hay que señalar que los procedimientos de liquidación no presentan mayores diferencias en su orientación, al estar centrados en realizar la liquidación de la empresa en los mejores términos posibles, por lo que las diferencias entre las distintas regulaciones en este aspecto son más de carácter técnico y de procedimiento que de orientación (López *et al.*, 2009).

El estudio de las legislaciones de estos cinco países implica analizar en realidad ocho procedimientos de reestructuración diferentes, debido a las modificaciones que se han producido en los últimos años. Así, está el procedimiento de la antigua legislación de Alemania (*Vergleichsordnung*) y la reforma realizada en 1994 (*Insolvenzordnung*), la ley de suspensión de pagos española y la nueva ley concursal de 2003, el procedimiento francés (*Redressement Judiciaire*), la normativa más utilizada anteriormente en Reino Unido (*Administrative Receivership*), con las modificaciones incluidas en la *Enterprise Act* de 2002 (*Administration*), y el procedimiento de reestructuración de Estados Unidos (*Chapter 11*)

En la tabla 3 se presenta un resumen de las características de cada procedimiento de reestructuración. Con el objeto de facilitar su comprensión, en la tabla se incluyen los artículos de cada normativa que contienen las disposiciones analizadas, de tal forma que el lector pueda consultar las referencias exactas en la legislación de cada país.

Las regulaciones de cada país hacen una auténtica declaración de intenciones al establecer los objetivos que persiguen en sus legislaciones concursales. Sin embargo, en algunos casos, la aplicación de los distintos mecanismos establecidos puede resultar contradictoria con el propósito que en principio se pretendía lograr, por lo que resulta imprescindible realizar un análisis más profundo de las disposiciones que se establecen a lo largo de todo el proceso, incluso desde antes de que se produzca la entrada oficial en el procedimiento concursal.

Para su estudio los autores han distinguido tres etapas diferenciadas. La primera etapa es la que se refiere a todo lo relacionado con el inicio del procedimiento. La segunda incluye las medidas relativas al control y a la gestión de la empresa dentro del procedimiento. Finalmente, la última etapa se ocupa de todo lo relacionado con la salida del procedimiento y el plan de reestructuración.

En la primera fase, relacionada con el inicio del proceso, hay que considerar dos características de la ley. La primera son los requisitos exigidos para iniciar el procedimiento. Cuanto primero se pueda iniciar, mayores serán las ventajas para los acreedores, que tienen más oportunidades de

recuperar sus créditos (White, 1996). Así nos encontramos con situaciones distintas, ordenadas en función del grado de protección a los acreedores: que se permita la declaración en una situación de sobreendeudamiento, lo que permite adelantar el inicio del procedimiento; que la empresa tenga problemas de insolvencia, aunque normalmente el deudor está obligado por ley a manifestarlo en cuanto tenga conocimiento de ello, lo que puede reducir los retrasos; por último, que no se exija un requisito expreso relacionado con la solvencia, por lo que el deudor puede utilizar el procedimiento con fines estratégicos aun cuando la empresa es solvente¹⁵. La segunda característica por considerar es quién puede solicitar el inicio del proceso. Se está también ante tres alternativas: los acreedores, cualquier parte interesada en el proceso (la propia empresa, los trabajadores, los auditores, etc.) o el deudor. Finalmente, también algunas normativas exigen el inicio del procedimiento en determinadas circunstancias, estableciendo incluso un plazo de tiempo en el que la declaración debe realizarse.

En la segunda fase se consideran las características de la legislación relacionada con la gestión de la empresa dentro del procedimiento. Lo primero es quién decide si el procedimiento de reestructuración puede continuar o si la situación de la empresa fuerza su liquidación. Se está ante tres alternativas: que sean los acreedores, directamente o a través de su representante; que sea el tribunal; o que sea el propio deudor. La segunda característica en esta fase es quién gestiona la empresa dentro del procedimiento. Aquí hay cinco alternativas: la más favorable al acreedor es que el control de la empresa sea asumido por un administrador externo; después se tiene que en determinados casos se permite la continuidad del deudor (como en la nueva ley alemana en caso de insolvencia inminente); la tercera posibilidad es que lo más común es la continuidad del deudor, aunque en determinadas circunstancias pueda ser sustituido por un administrador (como en el caso francés); la cuarta es que el deudor se mantenga al frente de la empresa, aunque actuando bajo supervisión de un administrador que debe autorizar determinadas operaciones; finalmente, que el deudor tenga un control completo sobre la empresa.

En esta segunda fase hay que tener en cuenta otras dos características relacionadas con las alternativas que la ley establece para la gestión de la empresa. La primera de ellas es la suspensión de las ejecuciones, que supone evitar que los acreedores hagan efectivas sus garantías fuera

¹⁵ En este sentido, los dos procedimientos de Alemania (tanto el antiguo como la reforma) exigen que los activos de la empresa sean superiores a los costes del propio procedimiento, para evitar que este implique en sí mismo una mayor destrucción de valor.

TABLA 3. Características de los procedimientos de reestructuración en caso de insolvencia.

Características	Alemania1 Vergleichsordnung (VergIO) 1935	Alemania2 Insolvenzordnung (InsO) 1994	España Suspensión de pagos (SP) 1992	España Ley Concursal (LC) 2003	Francia Redressement Judiciaire (RJ) 1985	Reino Unido Administrative Receivership Insolvency Act (IA) 1986	Reino Unido Administration Enterprise Act (EA) 2002 ⁸	USA Chapter 11 Title 11 of U.S. Code 2009
Objetivos del procedimiento	Continuidad de la empresa (artículo 1)	Satisfacción de los acreedores con la venta de la empresa o continuidad (artículo 1)	Acuerdo con los acreedores que permita la continuidad de la empresa	Procurar la continuidad Dotar de mayor flexibilidad a los acreedores	Jerarquía Continuidad (artículo 1) Mantenimiento del empleo (artículo 1) Pago a los acreedores (artículo 1)	Pago de la deuda del acreedor que inicia el procedimiento (artículo 40) No perjudicar al resto de acreedores ⁷	Jerarquía Continuidad (Section 3) Venta de la empresa (Section 3) Realización de garantías (Section 3)	Reorganización de la empresa (Capítulo 11)
Requisitos	Insolvencia (artículo 2) ¹⁾ Sobreendeudamiento ²⁾ Activos superiores a los costes del procedimiento (artículo 17.6)	Insolvencia (artículo 17) Insolvencia inminente (artículo 18) Sobreendeudamiento (artículo 19) Activos superiores a los costes del procedimiento (artículo 26)	Insolvencia ⁵⁾	Insolvencia (artículo 2.1) Insolvencia inminente (artículo 2.3)	Insolvencia (artículo 3)	Insolvencia (artículo 29) Sin intervención del tribunal	Insolvencia (Section 11) Insolvencia inminente (Section 11) Sin intervención del tribunal (Section 14; Section 22)	Insolvencia no necesaria (§ 301)
Potestad de solicitud	Deudor (artículo 2)	Deudor (artículo 13) Acreedores (artículo 13)	Deudor (artículo 2) ⁶⁾	Deudor (artículo 3.1) Acreedores (artículo 3.1)	Deudor (artículo 3) Acreedores (artículo 4) Empleados (artículo 4) Tribunal (artículo 4)	Acreedores garantizados (artículo 29)	Deudor (Section 12) Acreedores (Section 12)	-Deudor (prioridad) (§ 301) Acreedores (§ 303)
Deber de solitud	Declaración en tres semanas ³⁾	Declaración obligatoria en caso de insolvencia ⁴⁾		Declaración en dos meses (artículo 5.1) Incentivos para el deudor y los acreedores (artículo 22)	Declaración en 15 días (artículo 3)	Responsable de retrasos en la declaración (inhabilitación) ⁹⁾	Responsable de retrasos en la declaración (inhabilitación) ⁹⁾	
Quién decide en la fase inicial	El tribunal (artículo 16), con informe previo del administrador (artículo 40.3)	Junta de acreedores (artículo 157) Puede ser anulado por el tribunal (artículo 78)	El Tribunal (artículo 4), con informe previo de los interventores (artículo 8.3)	El tribunal, basándose en la información aportada en la declaración (artículo 14; artículo 15)	Tribunal (artículo 6), con informe previo del administrador (artículo 18)	Administrative receiver (artículo 42, Schedule 1)	Administrador (Section 49; Section 84) Junta de acreedores (Section 53)	Deudor (§ 1107)
Control durante el procedimiento	Deudor (artículo 57), supervisado por el administrador (artículo 39) o por la junta de acreedores (artículo 45)	Administrador (artículo 80) nombrado por los acreedores (artículo 57) o el tribunal (artículo 56) Deudor, supervisado por el tribunal (artículo 270)	Deudor supervisado por los interventores (artículo 6)	Deudor supervisado por el administrador (artículo 40.1)	Deudor (artículo 32) supervisado por el administrador (artículo 31) Administrador nombrado por el tribunal (artículo 31)	Administrative receiver (artículo 42, Schedule 1) nombrado por acreedor (sin intervención del tribunal) (artículo 29)	Administrador nombrado por el tribunal (Section 59)	Deudor (§ 1107/1108)
Suspensión de las ejecuciones	No para los acreedores garantizados (artículo 47; artículo 26)	Sí (artículo 89) Acreedores garantizados (3 meses) (artículo 187)	No para los acreedores garantizados (artículo 9)	Sí Acreedores garantizados (1 año) (artículo 56)	Sí Todos los acreedores (artículo 47)	No	Sí Todos los acreedores (Section 43)	Sí Todos los acreedores (§ 362a)
Financiación prioritaria (DIP financing)	No	Sí (artículo 264)	Sí (artículo 6)	Sí (artículo 84)	Sí (artículo 40)	No. Receiver responsable de la deuda posterior (artículo 44)	Sí. Administrador no es responsable de la deuda posterior	Sí (§ 364)

Características	Alemania1 Vergleichsordnung (VerglO) 1935	Alemania2 Insolvenzordnung (InsO) 1994	España Suspensión de pagos (SP) 1922	España Ley Concursal (LC) 2003	Francia Redressement Judiciaire (RJ) 1985	Reino Unido Administrative Receivership Insolvency Act (IA) 1986	Reino Unido Administration Enterprise Act (EA) 2002 ⁸	USA Chapter 11 Title 11 of U.S. Code 2009
Presentación	Deudor (artículo 3)	Administrador, previa petición de la junta de acreedores (artículo 218) Deudor (artículo 218)	Deudor (prioridad) (artículo 14) Acreedores (artículo 14)	Deudor (prioridad) (artículo 121.2) Acreedores (artículo 99) Posibilidad de propuesta anticipada del deudor (artículo 104)	Administrador (artículo 18)	Administrative receiver (artículo 48)	Administrador (Section 54)	-Deudor (prioridad) (§ 1121b) Acreedores (§ 1121c)
Contenido	Respeto a la regla de prioridad absoluta Igual tratamiento a los acreedores de la misma categoría (artículo 8) Pagos mínimos requeridos (35% o 40%) (artículo 7)	Respeto a la regla de prioridad absoluta Igual tratamiento a los acreedores de la misma categoría (artículo 226)	Violación de la regla de prioridad absoluta	Violación de la regla de prioridad absoluta Contenido limitado: (Pagos > 50% & esperas < 5 años) (artículo 100)	Violación de la regla de prioridad absoluta	Respeto a la regla de prioridad absoluta Posibilidad de venta de la empresa	Respeto a la regla de prioridad absoluta	Violación de la regla de prioridad absoluta
Aprobación y efectos	- Mayoría de los acreedores y 3/4 del valor de los créditos (artículo 74.1) No afecta a los acreedores garantizados (artículo 82.2)	Mayoría en cada clase de acreedores, tanto en número como en valor de sus créditos (artículo 244) Debe ser confirmado por el tribunal (artículo 248)	Mayoría del valor de los créditos (3/5 o 3/4)(artículo 14) Derecho de veto del deudor (artículo 14) No afecta a los acreedores garantizados (artículo 15)	Mayoría del valor de los créditos (artículo 124)	Tribunal (artículo 61)		Mayoría del valor de los créditos (Section 54)	-Mayoría de cada clase de acreedores y 2/3 del valor de los créditos (§ 1126c) Intervención del tribunal (Cram down) (§ 1129a7)

¹ Artículo 2 de VerglO hace referencia a los mismos requisitos que para las declaraciones de liquidación (artículo 102 Konkursordnung)

² Esta característica aparece en el artículo 63 de la Ley de Empresas de responsabilidad limitada

³ Esta característica aparece en el artículo 64 de la Ley de Empresas de responsabilidad limitada

⁴ La empresa está obligada a realizar la declaración según el código penal

⁵ Esta característica aparece en el artículo 870 del código de comercio

⁶ Ver también el artículo 870 del código de comercio

⁷ Esto no aparece expresamente en la ley, pero es un principio aceptado en el sistema de derecho común del Reino Unido (Rajak *et al.*, 1995)

⁸ Referencias a este procedimiento corresponden a secciones del Schedule 16 de la Enterprise Act 2002.

⁹ Sección 3, Company Directors Disqualification Act 1986

Fuente: elaboración propia.

del procedimiento. Esta medida puede mejorar el comportamiento de las empresas que consigan salir con éxito del procedimiento (Jayaraman *et al.*, 2001). La suspensión automática de las ejecuciones supone de hecho que la entrada en el procedimiento actúa como una protección frente a los acreedores. En este caso se está ante cuatro posibilidades: que no exista esta suspensión; que la suspensión solo afecte a los acreedores junior; que afecte a todos los acreedores, pero limitada en el tiempo por ley; y que afecte a todos los acreedores de la empresa. La segunda característica es la posibilidad de emitir deuda de mayor prioridad. Con ello, se pretende facilitar a la empresa la obtención de los fondos necesarios para mantener en funcionamiento la actividad el tiempo necesario para llegar a un acuerdo con sus acreedores y evitar su liquidación. Esta medida aumenta las posibilidades de supervivencia, contribuye a la reducción de la asimetría de la información entre los acreedores y el deudor y puede reducir la duración y los costes del procedimiento (Elayan y Meyer, 2001; Dahiya *et al.*, 2003; Chatterjee *et al.*, 2004). Hay que tener en cuenta que la posibilidad de emisión de deuda con carácter prioritario puede suponer la reducción de problemas de racionamiento de crédito en las empresas insolventes, pero podría incrementar el coste de capital para todas las empresas *a priori*.

La tercera y última fase está relacionada con la finalización del procedimiento y con el plan de reestructuración de la empresa. Aquí se puede realizar el análisis desde tres puntos de vista. El primero es el derecho a presentar el plan de reestructuración. Existen tres posibilidades: que lo deba presentar el administrador externo; que la propuesta pueda ser realizada por cualquiera de las partes o que el deudor pueda presentar de manera preferente su propuesta. Esta segunda alternativa, acompañada de su mantenimiento al frente de la empresa, proporciona fuertes incentivos para la continuidad de la empresa en funcionamiento frente a su liquidación (Jayaraman *et al.*, 2001).

El segundo aspecto tiene que ver con los contenidos del propio plan de reestructuración. La principal característica es la existencia de violaciones de la regla de prioridad absoluta en el pago de los créditos, bien a favor de acreedores privilegiados como el Estado o bien a favor de los accionistas. Esto perjudica a los acreedores que ven cómo deudas de inferior prioridad se ven satisfechas mientras que en sus créditos se produce una reducción. Numerosos autores han defendido su utilidad como mejora de las decisiones antes de la entrada en el procedimiento, tanto en lo que se refiere a la declaración en el momento más adecuado (Baird, 1991; Povel, 1999; Berkovitch e Israel, 1999) como a la reducción de problemas de subinversión en la empresa (White, 1989; Gertner y Scharfstein, 1991).

Sin embargo, también este tipo de medidas puede originar la aparición de decisiones ineficientes por parte de los directivos, especialmente relacionadas con realización de proyectos excesivamente arriesgados o el reparto de dividendos y la financiación de la empresa (Bebchuk, 2002). Además, uno de los papeles que deben desempeñar los acreedores es el de vigilancia y control de las actuaciones del deudor. En este sentido, Cornelli y Felli (1997) demuestran que la violación del orden de prelación de los créditos puede originar la aparición de un efecto polizón (*free rider*) entre los acreedores, que reduzca la actividad de vigilancia sobre las actuaciones del deudor.

Además, también hay procedimientos que incluyen expresamente en la normativa la igualdad de tratamiento a los acreedores de la misma clase (como el caso de Alemania), y en otros casos se establecen límites a las quitas y esperas que se pueden acordar dentro del plan (como en el antiguo procedimiento alemán o el nuevo de España).

Finalmente, están los mecanismos de aprobación del plan y los efectos que esa aprobación supone. Por un lado hay que tener en cuenta si lo recogido en él afecta a todos los acreedores, o si únicamente son los acreedores junior los que deben cumplirlo. Por otro lado resulta fundamental analizar los mecanismos establecidos para su aprobación, en que hay tres posibilidades: que sean los acreedores los que deciden; que la decisión pueda ser compartida con otras partes, principalmente el tribunal; o que el plan necesite la aprobación del deudor.

Como se puede ver, no existe un patrón común en cuanto a la regulación en materia de insolvencia. Las diferencias son aun importantes, incluso entre los países más desarrollados con fuertes vínculos (como pueden ser los países de la Unión Europea, o el Reino Unido y Estados Unidos). De acuerdo con lo expuesto, entre los países objeto de estudio se está ante dos procedimientos, la *Administrative Receivership* del Reino Unido y la antigua ley de Alemania, que presentaban una mayor orientación a favor de los acreedores, especialmente de los que tienen garantizados sus créditos (con garantía real, que son los que las legislaciones consideran créditos privilegiados). El procedimiento del Reino Unido es el ejemplo paradigmático de protección de los acreedores, que gozan de privilegios en todas las fases del proceso. En el caso de la antigua normativa alemana, resulta necesario señalar que si bien presenta alguna característica a favor del deudor, los derechos de los acreedores con garantía y los preferentes siguen gozando de prioridad, lo que provocó que la continuidad de las operaciones de la empresa fuera una salida poco común del proceso (Kaiser, 1996). La modificación legislativa realizada en el Reino Unido en 2002 introduce una serie de

medidas para favorecer la continuidad de las empresas en dificultades, aunque manteniendo la importancia del administrador a lo largo de todo el procedimiento. En el caso alemán se llevó a cabo una transformación que supuso la inclusión de una serie de medidas que favorecen los intereses del deudor, y especialmente la continuidad de la empresa en funcionamiento, por lo que la orientación pasó a estar algo menos sesgada hacia los acreedores.

Por otro lado tenemos el Capítulo 11 de Estados Unidos, la suspensión de pagos y la Ley Concursal de España y el acuerdo judicial en Francia, que se centran en la continuidad de la empresa y protegen más la posición del deudor. Nuevamente se toma el Capítulo 11 como ejemplo de procedimiento orientado hacia el deudor. La norma de España también tenía esa orientación, aunque los acreedores garantizados estaban más protegidos que en el caso de Estados Unidos. El nuevo procedimiento ha modificado diferentes disposiciones, tratando de reequilibrar la situación entre deudor y acreedores. En el caso francés se opta por una intervención prácticamente total por parte del tribunal en todas las decisiones. Esto hace que a pesar de que no proteja especialmente a los acreedores, tampoco sea totalmente favorable al deudor.

Conclusiones

El estudio de las normativas sobre insolvencia, desde la perspectiva de la eficiencia que deben tratar de lograr, puede aportar un elemento adicional al debate abierto en este campo, que supera la tradicional distinción entre las legislaciones orientadas a la protección del deudor o de los acreedores.

En primer lugar, desde el punto de vista de la eficiencia *ex ante*, considerando la influencia que las disposiciones de la legislación ejercen sobre todas las empresas, y de la eficiencia *ex post*, tratando de incentivar que el procedimiento aplique la solución más adecuada a cada empresa en función de su situación concreta. En este sentido, la imposibilidad de maximizar ambos tipos de eficiencia provoca la aparición de un efecto compensación, que el legislador debe tener en consideración a la hora de concretar los mecanismos por establecer y su influencia diferencial sobre la empresa en función de la etapa en la que esta se encuentre.

En segundo lugar, desde el punto de vista de la eficiencia intermedia, menos estudiada en la literatura pero que puede explicar algunos de los resultados derivados de la aplicación de determinados procedimientos concursales. No se puede obviar el efecto que algunas medidas ejercen sobre el comportamiento de los directivos de la empresa,

que pueden hacer que las entidades que declaran su situación de insolvencia lo hagan cuando su situación financiera está completamente deteriorada. De hecho, este es uno de los principales motivos que se aducen para el fracaso de los mecanismos de reestructuración, detrás del cual parece que se pueden encontrar ineficiencias en la fase intermedia del proceso. En este sentido, es posible encontrar que medidas establecidas con el objetivo de aumentar el valor de las empresas sanas pueden reducirlo si estas tienen dificultades financieras o han entrado en un procedimiento de insolvencia. Por tanto, medidas que se establecen con un determinado objetivo pueden fracasar, al afectar a la empresa en otro momento del tiempo de una manera contraria a ese objetivo inicial. Por ello resulta fundamental analizar los efectos que una determinada medida propuesta para afrontar las dificultades financieras empresariales puede tener en cada una de las fases por las que puede atravesar la empresa.

Una visión parcial, que solo se centre en el tratamiento de las empresas insolventes, podría tener los efectos contrarios a los deseados, por sus implicaciones para las empresas antes de la entrada en el procedimiento concursal. En este sentido resulta especialmente significativo el efecto sobre la eficiencia intermedia, por la relación directa que puede tener con la capacidad de recuperación de los sistemas de reorganización, puesto que en esa fase se puede estar condicionando la situación financiera con la que finalmente las empresas entran en un procedimiento de insolvencia.

Las aportaciones de este trabajo resultan especialmente relevantes en el momento actual, con las reformas que se han producido en la ley de quiebras en distintos países. Tanto la reforma de Alemania (1999), España (2004) y especialmente la del Reino Unido (2003) han supuesto una reducción de la protección de los acreedores y un mayor sesgo hacia la continuidad de la empresa. En este sentido, parece que el objetivo de maximizar la eficiencia *ex ante* se deja en un segundo lugar frente al tratamiento de las empresas que de hecho atraviesan por problemas de insolvencia.

No obstante, desde esta perspectiva el debate se ha centrado tradicionalmente en el logro de la eficiencia *ex post*, y la dificultad de minimizar a la vez los errores tipo I y II una vez que las empresas han entrado en el procedimiento. Sin embargo este enfoque resulta incompleto, puesto que si no se consideran los efectos sobre la eficiencia intermedia, es posible encontrarse con un fracaso de las medidas establecidas para facilitar la continuidad de empresas viables, por los efectos que estas medidas tienen antes de que se inicie el procedimiento. Además, esta circunstancia se

ve agravada porque una visión limitada únicamente a la eficiencia *ex post* también dificulta el análisis de la causa de falta de eficacia de las medidas aplicadas. Este hecho puede hacer que futuras modificaciones no apliquen soluciones adecuadas al problema real, lo que podría estar detrás de las continuas reformas de esta legislación, así como de las diferencias que aún se observan entre los distintos procedimientos.

De esta forma, la respuesta a si una ley concursal puede ser eficiente debe abordarse desde dos enfoques: en el primero la respuesta es que no es posible lograr una eficiencia en términos absolutos, puesto que determinadas medidas que incrementan un tipo de eficiencia reducen otro. Sin embargo, el segundo enfoque resulta tan relevante como el primero. En este, la respuesta es que lograr una ley concursal eficiente no debería ser el objetivo por alcanzar, dada la imposibilidad de lograrlo. No obstante, según la visión de los autores, es que resulta imprescindible analizar y comprender los tres tipos de eficiencia, para que las medidas establecidas puedan alcanzar sus metas, sin tener efectos contrarios en función de cuál sea la situación financiera de las empresas afectadas por esa regulación.

Finalmente, a pesar de la relación existente entre los tipos de eficiencia y la orientación de la normativa, parece que esta última debería dejar de ser el centro de atención de los investigadores, para pasar a un planteamiento global que se enfoque hacia los objetivos de la legislación, los mecanismos necesarios para lograrlos y su influencia sobre el comportamiento de la empresa y las partes interesadas en todas las etapas por la que esta pueda estar atravesando.

Referencias bibliográficas

- Aghion, P., Hart, O. & Moore, J. (1992). The economics of bankruptcy reform. *Journal of Law, Economics and Organization*, 8(3), 523-546.
- Bae, K. & Goyal, V. (2004). Property rights protection and bank loan pricing. Working paper, Queen's University.
- Baird, D. (1991). The initiation problem in bankruptcy. *International Review of Law and Economics*, 11, 223-232.
- Bebchuk, L. (2002). Ex ante cost of violating absolute priority in bankruptcy. *Journal of Finance*, 57(1), 445-460.
- Berkovitch, E. & Israel, R. (1999). Optimal bankruptcy laws across different economic systems. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 347-377.
- Black, F. & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-659.
- Bris, A., Welch, I. & Zhu, N. (2006). The cost of Bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization. *Journal of Finance*, 61(3), 1253-1303.
- Chatterjee, S., Dhillon, U.S. & Ramírez, G. (2004). Debtor in possession financing. *Journal of Banking and Finance*, 28(12), 3097-3111.
- Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (2006). *Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia*. Extraído desde http://www.cnucci.org/pdf/spanish/texts/insolven/05-80725_Ebook.pdf
- Cornelli, F. & Felli, L. (1997). Ex-ante efficiency of bankruptcy procedures. *European Economic Review*, 41, 475-485.
- Couwenberg, O. (2001). Survival rates in bankruptcy systems: overlooking the evidence. *European Journal of Law and Economics*, 12, 253-273.
- Dahiya, S., John, K., Puri, M. & Ramírez, G. (2003). Debtor-in-Possession financing and bankruptcy resolution: empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 259-280.
- Davydenko, S. & Franks, J. (2008). Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK. *Journal of Finance*, 63(2), 565-608.
- Delaney, K. (1992). *Strategic bankruptcy. How corporations and creditors use Chapter 11 to their advantage*. Los Angeles: University of California Press.
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Djankov, S., McLiesh, C. & Shleifer, A. (2007). Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*, 84, 299-329.
- Elayan, F.A. & Meyer, T. (2001). The impact of receiving Debtor-in-possession financing on the probability of successful emergence and time spent under Chapter 11 bankruptcy. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 28(7 y 8), 905-942.
- Espina, A. (Nov. 2002). La ley concursal en un gráfico. *Expansión*.
- Franken, S. (2004). Creditor and Debtor-Oriented Corporate Bankruptcy Regimes Revisited. *European Business Organization Law Review*, 5(4), 645-676.
- Franks, J., Nyborg, K. & Torous, W. (1996). A comparison of US, UK and German insolvency codes. *Financial Management*, 25(3), 86-101.
- Gertner, R. & Scharfstein, D. (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law. *Journal of Finance*, 46(4), 1189-1222.
- Hart, O. (2000). Different approaches to bankruptcy. *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper*, n.º 1903. Disponible en: <http://www.ssrn.com/>
- Hirshleifer, D. & Thakor, A. (1992). Managerial conservatism, project choice and debt. *The Review of Financial Studies*, 5, 437-470.
- Holmstrom, B. & Myerson, R. (1983). Efficient and durable decision rules with incomplete information. *Econometrica*, 51(6), 1799-1819.
- Jayaraman, N., Sabherwal, S. & Shrikhande, M. (2001). Do country specific bankruptcy codes determine long-term financial performance? The case of Metallgesellschaft AG and Columbia Gas System. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12(2), 188-224.
- Jensen, M. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. (1991). Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(2), 13-33.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- John, K. (1993). Managing financial distress and valuing distressed securities: a survey and research agenda. *Financial Management*, 22(3), 60-78.
- Kaiser, K. (1996). European bankruptcy laws: implications for corporations facing financial distress. *Financial Management*, 25(3), 67-85.
- López Gutiérrez, C., García Olalla, M. & Torre Olmo, B. (2009). The influence of bankruptcy law on equity value of financially distressed

- firms: A European comparative analysis. *International Review of Law and Economics*, 29, 229-243.
- López Gutiérrez, C., Torre Olmo, B. & Sanfilippo Azofra, S. (2008). Una aproximación teórica a la solución de los problemas de insolvencia empresarial. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(2), 169-184.
- López Gutiérrez, C., Torre Olmo, B. & Sanfilippo Azofra, S. (2012). Firms' performance under different bankruptcy systems: a Europe-USA empirical analysis. *Accounting & Finance*, aceptado para su publicación.
- Morgado, A. & Pindado, J. (2003). The underinvestment and overinvestment hypotheses: an analysis using panel data. *European Financial Management*, 9(2), 163-177.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-176.
- Povel, P. (1999). Optimal "Soft" or "Tough" bankruptcy procedures. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(3), 659-684.
- Qian, J. & Strahan, P. (2007). How law and institutions shape financial contracts: The case of bank loans. *Journal of Finance*, 62(6), 2803-2834.
- Rajak, H., Horrocks, P. & Bannister, J. A. (1995). *European corporate insolvency: a practical guide*. Great Britain: John Wiley & Sons.
- Rose-Green, E. & Dawkins, M. (2002). Strategic bankruptcies and price reactions to bankruptcy filings. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 29(9 y 10), 1319-1335.
- Stiglitz, J. & Weiss, L. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- White, M. J. (1989). The corporate bankruptcy decision. *Journal of Economics Perspectives*, 3, 129-151.
- White, M. J. (1996). The cost of corporate bankruptcy: an US-European comparison. En Bhandari, J. & Weiss, L. (Eds.). *Corporate bankruptcy. Economic and legal perspectives* (pp. 467-500). Cambridge: Cambridge University Press.
- World Bank. (2001). *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*. Extraído desde http://www.worldbank.org/ifa/rosc_icr.html
- Wruck, K. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.