

# COSTOS DIRECTOS EN LAS QUIEBRAS. EL CASO CHILENO

## DIRECT COST OF BANKRUPTCY. THE CHILEAN CASE

Claudio A. Bonilla Meléndez<sup>1</sup>

Elizabeth F. Gutiérrez Caro<sup>2</sup>

### RESUMEN

En este trabajo analizamos los costos directos de la Ley de Quiebras Chilena y a la vez discutimos los posibles problemas de eficiencia en el diseño de dicho sistema y sus efectos en la continuidad de las empresas. Utilizando dos bases de datos de quiebras únicas en Chile, construimos varias medidas para cuantificar los costos directos y la fracción del ingreso de la quiebra asignada a cancelar acreencias.

Nuestro trabajo concluye que la Ley de Quiebras Chilena presenta importantes ineficiencias que merecen ser reformadas para mejorar el desempeño microeconómico de las firmas

**Palabras Clave:** Ley de quiebras, eficiencia económica, costos de quiebras.

### ABSTRACT

In this work we analyze the direct cost of the Chilean Bankruptcy Law and discuss the potential efficiency problems in the design of such system and its effects in continuity of the firm. Using two new databases of Chilean firms, we build several measures to quantify the direct cost and the fraction of the bankruptcy revenue used in paying debts. Our work concludes that the Chilean Bankruptcy Law present important inefficiencies that deserve to be reformed to improve the microeconomic performance of the firms.

**Keywords:** bankruptcy law, economic efficiency, cost of bankruptcy.

---

<sup>1</sup> Ph.D. in Economics, University of Texas, Austin Académico Universidad de Chile, Línea de Desarrollo, Finanzas, cbonilla@udd.cl.

<sup>2</sup> Ph.D. © UCLA, USA, Académica Universidad de Chile, , Línea de desarrollo, Contabilidad y Finanzas, e-mail elizabeth.gutierrez.2012@anderson.ucla.edu

## I. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este estudio es exponer y analizar los costos directos del sistema de quiebra chileno, de manera de poder evaluar la eficiencia del diseño de dicho sistema y sus efectos en la posible continuidad de las empresas. Por primera vez se reportarán datos duros, obtenidos de expedientes de las quiebras ubicados en los tribunales de justicia Nacionales.

Los costos de quiebra son relevantes no sólo para evaluar la eficiencia de la legislación de un país, sino que también a la hora de determinar la estructura de capital y costo de financiamiento de una empresa, ya que cuando un acreedor evalúa la entrega de un crédito también considera los costos asociados a la posibilidad de no pago por parte del deudor y si estos costos son significativos, inevitablemente la tasa de crédito se encarecerá. Esta situación afecta principalmente a empresas pequeñas y medianas, que en Chile son el motor del empleo en la economía, el hecho de un alto costo crediticio tiene directa injerencia en la estrategia que permita la continuidad de una firma que entra en dificultades económicas, ya que en estas últimas circunstancias las organizaciones en su mayoría recurren a fondos crediticios para solventar las necesidades que surgen ante un escenario desfavorable

En la literatura financiera se mencionan dos tipos de costos de quiebra (ver Altman [1984], Branch [2002]); costos directos y costos indirectos. El primero de ellos se refiere a los costos reales que nacen del distress financiero de la propia empresa, dentro de los cuales podemos encontrar honorarios de profesionales externos a la empresa quebrada, específicamente abogados, contadores, tasadores, actuarios y síndicos. Además, en esta misma categoría de costos encontramos los gastos correspondientes a los recursos internos que la empresa en situación de quiebra invierte en términos del tiempo y esfuerzo de su staff de personal involucrado en evaluar y tratar con las implicaciones de la quiebra. Por otro lado, dentro de los costos indirectos, Altman (1984) indica los costos de pérdida de las energías administrativas, entre las cuales se pueden incluir las ventas y ganancias perdidas (resultado de que los potenciales compradores perciben la posibilidad de default), el alto costo crediticio o la posibilidad de inhabilidad de la empresa de obtener créditos o emitir activos para financiar nuevas oportunidades. Branch (2002) por su parte incluye dentro de este grupo, la pérdida que proviene de enfocarse sólo en el corto plazo, tal como el costo que proviene de la pérdida de una cuota de mercado.

Nuestro estudio sólo se enfocará en un análisis descriptivo de los costos directos, puesto que es muy difícil medir y

cuantificar los costos indirectos asociados a la quiebra, además de que no existe información alguna para el caso Chileno.

Hoy en día los procesos de quiebra han tomado importancia tanto a nivel gubernamental como a nivel académico. En el ámbito académico se han desarrollado numerosos modelos que permiten clasificar y predecir la quiebra de empresas, entre los que se pueden mencionar Análisis Discriminante, Regresión Logística y Redes Neuronales, y que en su mayoría utilizan como insumo, índices y razones financieras basadas en datos contables. Por otro lado las reformas a la legislación de quiebra son parte de la agenda de Modernización del Estado y es por esto que nuestra investigación toma relevancia a la hora de entregar cifras que permitirán apoyar cuantitativamente las decisiones gubernamentales que hagan más eficiente nuestro sistema de quiebras.

En este estudio, se utilizaron dos muestras de acuerdo al rango de ingreso de la quiebra. Al observar los resultados se puede ver que la mayoría de las empresas que quiebran son de tamaño pequeño. Los costos de la sindicatura y los gastos de administración son altos, especialmente para las firmas pequeñas, aunque son las firmas grandes quienes realizan un mayor número de procedimientos de insolvencia que tienen directa relación con los procesos contables y financieros, en este sentido postulamos que la magnitud del impacto de los costos es mayor para estas unidades productivas. Además estos costos se diluyen en términos relativos en la medida que la quiebra tiene un mayor ingreso. Por otro lado se observa que la recuperación esperada de los acreedores hipotecarios es de un 43% en caso de quiebra, lo cual tiene un efecto directo sobre la profundidad del mercado de crédito, afectando negativamente el costo de los fondos para las empresas. Nuestros resultados fueron contrastados con un estudio internacional realizado por el Banco Mundial en el 2005, encontrando diferencias significativas.

El resto del artículo tiene la siguiente estructura: La Sección II describe brevemente los datos. La Sección III es dedicada al análisis e interpretación de los datos. La Sección IV presenta las conclusiones.

## II. LOS DATOS

El universo de quiebras corresponde a 1289 quiebras producidas entre enero de 1990 y junio de 2002, de las cuales 506 entraron en proceso de calificación<sup>3</sup>. Esta información fue obtenida de la Superintendencia de Quiebras, el Diario Oficial y de los Tribunales de Justicia y representan una base de datos única en Chile de la materia en estudio.

<sup>3</sup> Una empresa entra en proceso de calificación cuando ya ha sido declarada en quiebra y un tribunal de justicia debe dictaminar si la quiebra es fortuita, culpable o fraudulenta.

En el análisis de este artículo se excluyeron todas aquellas quiebras ya calificadas, a partir de esto se obtuvieron dos muestras de datos considerando el rango de ingresos en el cual se encontraban. El primer grupo consta de 393 quiebras cuyo ingreso de la quiebra se encuentra en el rango de las UF 11 y UF 50.144. El segundo grupo corresponde a 32 quiebras cuyo ingreso es superior a las UF 10.000. La idea de realizar esta separación es no alterar los resultados por el efecto “tamaño empresa”, además que para la segunda muestra se tiene información más detallada sobre la estructura de pasivos de las empresas y su tasa de recuperación, información que fue obtenida directamente de los expedientes correspondientes a los procesos judiciales.

### III. ANÁLISIS DE DATOS E INTERPRETACIONES

#### III.1. Análisis Muestra 1

En esta primera muestra de 393 quiebras cuyo ingreso de la quiebra va desde UF 11 hasta UF 50.144, se tiene información agregada de los gastos (costos de sindicatura y gastos de administración) y repartos asociados a ellas.

El cuadro 1 resume la información contenida en la primera muestra.

**Cuadro 1: Estadísticas descriptivas**

Variable	Promedio	Desv. Est.	Mínimo	Máximo
Ingreso de la Quiebra en UF (I)	5.052	10.142	11	50.144
Costo de la Sindicatura en UF (CS)	399	734	0	6.879
Gastos de Administración UF (GA)	794	2.382	1	38.492
Repartos en UF (REP)	4.150	8.872	0	48.562
Duración en meses (D)	31	25	2	146
% del Ingreso que se va a CS (cs)	0,27	0,25	0,00	0,97
% del Ingreso que se va a GA (ga)	0,44	0,34	0,01	1,00
% del Ingreso que se va a REP (rep)	0,49	0,36	0,00	0,97

Los CS incluyen: los honorarios del síndico, el pago que éste realiza a los abogados y contadores que son contratados durante el proceso de quiebra, y el pago al experto que realiza el estudio de valoración de los activos de la empresa. Los GA incluyen los CS y adiciona los desembolsos en que debe incurrir el síndico para poder cumplir su labor. Ejemplos de este tipo de desembolsos incluyen el arriendo del lugar donde se llevará a cabo la junta de acreedores, los viajes del síndico o de alguno de sus asesores que sean necesarios para proceder a la valoración y liquidación de los activos de la empresa, etc. Los repartos (REP) corresponden a las cantidades totales que fueron pagadas a los acreedores, sin importar el tipo de acreedor y orden de prelación dentro de la masa, si no sólo el monto total repartido.

El cuadro 1 nos indica que la muestra contiene quiebras de

todo tipo. El ingreso promedio de las quiebras (5.052) nos indica que la gran mayoría de las quiebras se ubican en un rango de empresas medianas y pequeñas. Los repartos promedio son del orden del 49% del ingreso de la quiebra. Los costos de la sindicatura ascienden al 27% del ingreso de la quiebra y los gastos de administración al 44%. Sería interesante ver como estos porcentajes varían a medida que el tamaño de la quiebra cambia. A modo de conjetura esperaríamos que a medida que el tamaño de la quiebra crece (medido como el ingreso de la quiebra en UF), el porcentaje del ingreso destinado a costos de sindicatura y gastos de administración tendería a disminuir, mientras que el porcentaje destinado a los repartos tendería a aumentar.

El cuadro 2 presenta la información de la muestra 1 desagregada por nivel de ingreso.

**Cuadro 2: Promedio por nivel de ingreso en UF**

Variable	0 a 999	1.000 a 2.999	3.000 a 4.999	5.000 a 9.999	10.000 a 19.999	20.000 a 29.999	30.000 a 50.144
Nº Obs.	227	51	24	35	22	12	22
I	252	1.758	3.806	7.364	14.160	25.041	39.872
CS	67	263	385	655	1.099	1.788	2.278
GA	116	490	944	1.092	1.507	3.427	5.700
REP	122	1.182	2.797	6.109	12.136	21.461	33.519
D	23	36	37	45	37	57	44
Cs	0,39	0,15	0,1	0,09	0,08	0,07	0,06
Ga	0,62	0,27	0,25	0,15	0,11	0,14	0,15
Rep	0,28	0,68	0,373	0,83	0,86	0,86	0,84

La primera observación reafirma la idea de que la gran mayoría de las quiebras en Chile corresponden a empresas pequeñas. El 58 % de la muestra son empresas cuyo ingreso es inferior a las UF 1.000, y si consideramos a las empresas cuyo ingreso es inferior a las UF 10.000 este porcentaje asciende al 86%. Esta concentración se debe a que en Chile existe un gran número de empresas de tamaño mediano y pequeño<sup>4</sup>.

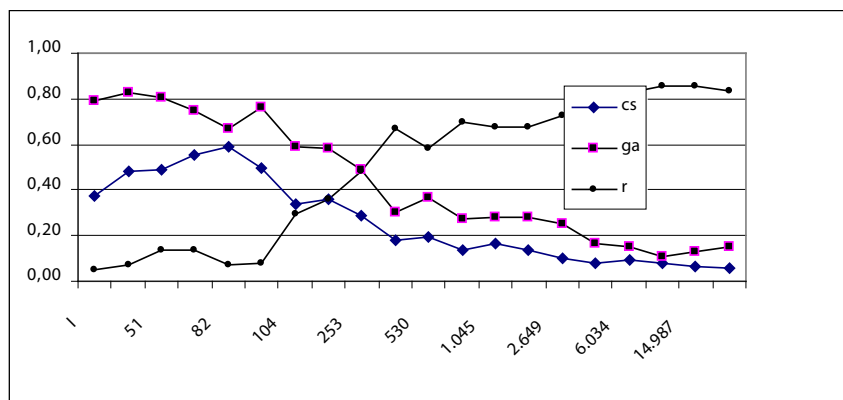
El porcentaje del ingreso que se lleva el síndico tiene una relación inversa con respecto al tamaño de la quiebra. En las quiebras pequeñas (de menos de UF 1.000) el síndico se hace del 39% de los ingresos, a medida que la quiebra crece en tamaño ese porcentaje se va reduciendo paulatinamente hasta llegar a un 6% de los ingresos para quiebras cuyo monto supere las UF 30.000. Los gastos de administración también siguen un comportamiento decreciente, partiendo de un 62% del ingreso para quiebras pequeñas y estabilizándose en torno al 15% para las quiebras de mayor tamaño. Si bien es cierto, las firmas

pequeñas enfrentan costos mayores en términos relativos con respecto a las grandes firmas, la cantidad de procedimientos de la ejecución de la quiebra, como por ejemplo valoración de activos, liquidación de los bienes, cierre de registros contables, etc. es significativamente mayor para las grandes empresas, esto sin duda nos permite inferir que la magnitud del impacto de los costos en la actividad contable y financiera es mayor para las empresas de mayor tamaño.

Un comportamiento distinto siguen los repartos. En este caso partimos con un reparto de un 28% para quiebras inferiores a las UF 1.000<sup>5</sup> y este porcentaje llega a un 84% para quiebras en el mayor rango de ingresos.

Para apreciar de mejor manera el comportamiento de los gastos y repartos a medida que la quiebra crece en tamaño, ordenamos la muestra por tamaño y calculamos el promedio de CS, GA y REP cada 20 datos. Los resultados obtenidos se aprecian en la siguiente figura.

Figura 1: Comportamiento de CS, GA y REP ante el tamaño de empresa en quiebra



Dado los resultados anteriores es posible entender que en la asignación de recursos en el mercado del crédito, la pequeña y mediana empresa enfrenten mayores tasas de interés, las cuales buscan compensar el bajo ratio de recuperación que se espera en caso de quiebra. Esta situación sin duda limita el

desarrollo de la PYME en Chile.

El siguiente cuadro presenta la matriz de correlaciones entre las variables que componen nuestra muestra 1. Los resultados concuerdan con lo indicado anteriormente.

Cuadro 3: Matriz de correlaciones

Variable	I	D	Cs	Ga
I				
D	0,25 **			
Cs	-0,38 **	-0,18 **		
Ga	-0,43 **	-0,22 **	0,74 **	
Rep	0,46 **	0,23 **	-0,76 **	-0,9 **

\*\* La correlación es significativa al nivel 0,01

4 Microempresas son las que tienen ventas anuales de hasta UF 2.400; PYMES son las que venden entre UF 2.400 y UF 100.000; empresas grandes son las que venden más de UF 100.000 por año. (Fuente: Ministerio de Economía)

5 Muchas quiebras de tamaño muy pequeño, es decir, cuyos ingresos están en el rango de UF 11 a UF 100 tiene repartos igual a cero.

Una correlación positiva entre el ingreso de la quiebra y la duración es intuitiva, pues mientras más grande es la quiebra, más tiempo demorará todo el proceso. Interesante resulta también la correlación negativa entre el ingreso de la quiebra y la tasa de costos de la sindicatura, y la correlación positiva entre la tasa de repartos y los ingresos. Ambas correlaciones apoyan la idea de que a medida que las empresas en quiebra son de mayor tamaño, los costos de la sindicatura se diluyen y los recursos obtenidos por el síndico van directamente al pago de las acreencias. Los resultados de las correlaciones con respecto a la duración del proceso nos indican que a mayor duración, mayor es la tasa de repartos y menor es la tasa de costos de sindicatura. Respecto de la tasa de gastos de la sindicatura, ésta tiene un coeficiente de correlación negativa con la tasa de

repartos, lo cual nos indica que si aumentan la tasa de gastos de administración, necesariamente disminuye la tasa de repartos, y esta disminución es una relación casi uno a uno.

### III.2. Análisis Muestra 2

Esta muestra, como ya mencionamos anteriormente, está compuesta por 32 de las 1289 quiebras que se produjeron entre enero de 1990 y junio del 2002. De ellas tenemos información de detalle de los pasivos y su recuperación para cada tipo de acreedor, además, todas estas quiebras tuvieron un ingreso superior a las UF 10.000, por lo que constituyen una muestra de las quiebras grandes (en el contexto nacional).

**Cuadro 4: Tasa de recuperación por tipo de acreedor y ordenados por prioridad**

Costas Judiciales	Acreedores trabajadores	Fisco	Hipotecarios	Valistas	Total
0,92	0,91	0,54	0,43	0,3	0,39

El cuadro 4 nos indica que la tasa de recuperación total es 39%, cifra que difiere del 23,12% que informó el World Bank, esta diferencia se produce por la metodología utilizada por la institución para calcular los indicadores, ya que la investigación del World Bank es realizada mediante una encuesta a los actores involucrados en el proceso de quiebra, por lo tanto responde solo a la percepción que tiene el encuestado.

Como nuestra legislación apoya la idea de proteger los montos adeudados a los trabajadores dándoles prioridad por sobre otras acreencias, éstos recuperaron gran parte (91%) de lo que las empresas les adeudaban por concepto de sueldos e indemnizaciones (hasta el máximo legal, cualquier cantidad por sobre el máximo legal pasa a formar parte de las acreencias valistas). El fisco por otra parte recupera el 54% de sus acreencias y los acreedores prendarios e hipotecarios recuperan el 43% de ellas.

La información provista por el cuadro 4 permite hacer algunos comentarios. Primero, si bien es cierto los acreedores hipotecarios y prendarios poseen derechos sobre los bienes inmuebles y la maquinaria, lo cual les genera un menor riesgo en las préstamos que otorgan, este riesgo no deja de ser importante pues en promedio el monto que realmente recuperan cuando las empresas quiebran es relativamente bajo (un 43%). Esto se produce porque la estructura de preferencias (orden de la prelación) de la legislación chilena

otorga prioridad a los trabajadores y al Fisco antes que a los acreedores hipotecarios.

El Fisco es un agente pasivo en el proceso de quiebras pues su comportamiento no cambia si la prioridad sobre su deuda es trasladada junto a los acreedores valistas. Además, los ingresos que obtiene el Fisco de empresas en quiebra son un porcentaje muy pequeño dentro de los ingresos tributarios. Sin embargo, el mercado del crédito es altamente sensible al riesgo de no pago por parte de los deudores. Cuando un banco presta dinero, éste evalúa el proyecto de la empresa y el riesgo de no pago. Si el monto que los acreedores hipotecarios esperan recuperar cuando se produce una quiebra es alto, entonces la tasa de interés que ellos cobran debería considerar el bajo riesgo de no pago en caso de quiebra. Por otro lado, si el monto que los bancos esperan recuperar en caso de quiebra es bajo, eso debiese estar reflejado en una mayor tasa de los préstamos. Además, sabemos que el comportamiento del fisco no cambia si su prioridad es rebajada, pero por el otro lado tenemos a los acreedores hipotecarios quienes si se verían beneficiados con una recuperación esperada mayor en caso de quiebra. Podríamos entonces pensar en que un posible cambio en el orden de prelación provocaría un beneficio para el mercado del crédito, y este beneficio debería verse reflejado en menores tasas y mayor acceso, es decir, en un mercado del crédito más profundo y eficiente.

Finalmente, debemos mencionar el hecho de que los

acreedores valistas pierden prácticamente el 100% del su crédito. Es decir, si una empresa quiebra, sus proveedores pueden esperar no recibir nada en el proceso de liquidación, por lo que deberían tener incentivos a llegar a convenios preventivos que traten de sacar a la empresa de sus problemas financieros y hacer todos los esfuerzos necesarios para salvarla de la quiebra. En este respecto, debemos mencionar la última modificación a la de Ley de Quiebras, la Ley 20.073 y que apunta directamente al punto antes mencionado. Es decir, en fortalecer una figura de un “experto facilitador” que hace de puente entre la empresa quebrada y los acreedores, y

cuya principal misión es evaluar la situación contable, legal, económica y financiera de la empresa en problemas y tratar de diseñar un plan que la salve de la quiebra, más que obligar la liquidación forzosa. Algo así como un Chapter 11 del US Bankruptcy Code ajustado a nuestro contexto.

Los dos cuadros siguientes resumen la información de la muestra 2. El cuadro 5 entrega las principales estadísticas descriptivas de la muestra, mientras que el cuadro 6 nos permite ver las correlaciones existentes entre los datos de esta muestra.

**Cuadro 5: Estadísticas descriptivas**

Variable	Promedio	Desv. Est.	Mínimo	Máximo
Ingreso de la Quiebra en UF (I)	77.777	118.870	11.553	549.837
Duración en meses (D)	42	20	10	83
% del Ingreso que se va a GA (ga)	0,12	0,06	0,03	0,33
Recup. Trabajadores	0,91	0,13	0,49	1,00
Recup. Hipotecarios	0,43	0,27	0,00	0,98
Recup. Valistas	0,03	0,16	0,00	0,87

Si observamos el cuadro 5, podemos ver que la duración promedio de la quiebra para empresas de tamaño grande es 42 meses (3,5 años), en contraste con este indicador el World Bank entrega una cifra de 5,6 años de duración para las quiebras. Sin embargo debemos recordar que la publicación

del World Bank se basa en un estudio de percepción, por lo que se aleja en gran medida de la realidad mientras que nuestro estudio utiliza información desde los expedientes de los Tribunales de Justicia y de la Superintendencia de Quiebras.

**Cuadro 6: Matriz de correlaciones**

Variable	I	D	GA	Recup. Trab	Recup. Hipot
I					
D	0,31 *				
Ga	-0,15	0,12			
Recup. trab	0,25 +	0,2 +	-0,07		
Recup. hipot	0,13	0,11	-0,03	0,34 *	
Recup. valistas	0,09	0,08	-0,09	0,1	0,28 +

\* la correlación es significativa al nivel 0,1

+ la correlación es significativa al nivel 0,3

Las correlaciones encontradas en la muestra 2 son consistentes con las encontradas en las muestra 1, sin embargo, el reducido número de observaciones de la muestra 2 aumenta la varianza de los estadísticos calculados, lo cual afecta la significancia estadística de los coeficientes de correlación.

El ingreso de la quiebra está inversamente relacionado con la tasa de gastos de administración, lo que apoya la idea de que a medida que la quiebra es de mayor tamaño los gastos de administración se diluyen, sin embargo esta relación no es significativa. El ingreso está directamente relacionado con

la duración de la quiebra y con las tasas de recuperación de los distintos tipos de crédito. Además, existe una mayor correlación con las tasa de recuperación que tienen preferencia sobre las demás, lo cual es intuitivo pues éstas son las acreencias que primero se pagan una vez iniciado el proceso de quiebra (aunque solo es significativa la relación entre el ingreso y la tasa de recuperación de los acreedores trabajadores). Por otro lado, los gastos de administración están inversamente relacionados con las tasas de recuperación de los créditos, pues mientras más se gasta en la administración de la quiebra, menos recursos quedan para pagar a los acreedores, sin embargo estas relaciones son estadísticamente no significativas. Finalmente las tasas de recuperación están directamente relacionadas entre ellas pues a mayor pago de algún tipo de acreedor, esto significa que la quiebra cuenta con mayores recursos para pagar a todos los acreedores en general. Además, las relaciones entre las tasas de recuperación de los acreedores trabajadores con los acreedores hipotecarios, y de estos últimos con los acreedores valistas son estadísticamente significativas.

#### IV. CONCLUSIÓN

El objetivo de este estudio consistió en exponer los costos de quiebra directos que enfrentan las empresas en Chile, desde una perspectiva empírica y no desde la percepción de los agentes involucrados en los procesos de quiebra, en este sentido cuantificamos varias medidas construidas a partir de información que proviene de los expedientes de las causas de quiebra que llevan los Tribunales de Justicia y la Superintendencia de Quiebra.

El resultado de esta investigación da cuenta de que la mayor parte de las empresas que quiebran en Chile son de tamaño pequeño, sin embargo quienes se ven mayormente impactada en término de procesos contables y financieros son las firmas de mayor tamaño, puesto que deben efectuar más procedimiento de insolvencia. En ambas muestras se observó que la tasa de repartos aumenta la medida que el tamaño de la quiebra aumenta, pues los costos de la sindicatura y los gastos de administración se diluyen en el tamaño de la quiebra. Además mientras de mayor prioridad es el tipo de deuda, mayor tasa de recuperación poseen, sin embargo a pesar de que los acreedores hipotecarios y prendarios tienen derecho sobre los bienes inmuebles y las maquinarias prendadas, ellos recuperan sólo el 43% de sus acreencias producto del orden de prelación que enfrentan, este resultado da luces de la razón de porqué las pequeñas y medianas empresas tienen mayores dificultades en obtener prestamos que les permita dar continuidad a sus operaciones en caso de entrar en un posible escenario de quiebra, ya que la tasa de recuperación esperada por un acreedor tiene directa relación con la tasa de interés que

se cobra, y si el ratio de reparto es bajo, el costo del crédito es alto.

Nuestro artículo entregó una serie de indicadores de los costos directos de quiebra que permitirán evaluar la eficiencia del actual sistema además de entregar una base empírica que justifique las reformas actuales y futuras que persigan la modernización del estado Chileno y que tendrán un impacto en la eficiencia macroeconómica de las empresas.

#### V. BIBLIOGRAFIA

1. Aghion, P.; Hart, O. And J. Moore. 1992. "The economics of bankruptcy reform", *The Journal of Law, Economics and Organizations*, 8, 523 - 546.
2. Altman, E. 1984. "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question, *Journal of Finance* 39, 4: 1067 - 89
3. Baird, D. 2001. *Elements of Bankruptcy*. Third Edition. Foundation Press NY.
4. Bebchuck, L. 1988. "A new approach to corporate reorganizations", *Harvard Law Review*, 101, 775 - 804.
5. Bebchuck, L. 2001. "Ex-ante cost of violating absolute priority in bankruptcy." Technical Report 8388, NBER.
6. Bebchuck, L. 2002. "Optimal default for corporate law evolution." Technical report 8703, NBER.
7. Berkovitch, E.; Ronen, I. and Zender J. 1999. "An optimal bankruptcy law and firm-specific investments," *European Economic Review*, 41, 487 - 497.
8. Branch Ben, The Cost of bankruptcy: A review, *International Review of Financial Analysis*, Tomo 11, N°1; pg. 39-57, 2002
9. Hart, O. 1995. *Firmas, Contracts and Financial Structure*. Clarendon Press-Oxford.
10. Hart, O. 2000. "Different approaches to bankruptcy." Technical Report 7921, NBER.
11. *Ley de Quiebras Chilena*, Ley N° 18.175.
12. Pomykala, J. 1997. "Principals and guidelines for bankruptcy reform." *Regulation Magazine*, Cato Institute, 20(4), 41 - 48.
13. Puga, J. 1997. *Derecho Concursal. El Convenio de Acreedores*. Ed. Jurídica de Chile.
14. Rowart, M. And Astigarraga, J. 1999. "Latin American insolvency systems: a comparative assesment." Technical Report 433, World Bank.
15. World Bank. 1999. *Building Effective Insolvency Systems. Debtor-CreditorsRegimes*. Washington D.C. (<http://www.worldbank.org/legal/insolvency>)
16. World Bank. 2005. *Doing Business in 2005*. (<http://espanol.doingbusiness.org/>).

