

La reforma concursal: ¿un diseño eficiente?



94

Ana Isabel Fernández
Departamento
Administración de
Empresas y Contabilidad
Universidad de Oviedo



afernan@correo.uniovi.es

1. Introducción

Ante la inminente entrada en vigor de la Ley Concursal, ley 22/ 2003 aprobada el pasado 9 de julio y que entrará en vigor el próximo día 1 de septiembre de 2004, parece conveniente una breve reflexión, no tanto sobre su oportunidad, que existe un amplio consenso, sino sobre las implicaciones y la necesidad de que el marco regulatorio en el que se desarrolla la actividad económica se dote de piezas fundamentales que supriman las rigideces y modernicen y simplifiquen los procedimientos, buscando la rapidez y la eficiencia.

El propósito de esta nota es destacar la influencia sobre las decisiones financieras de la empresa, fundamentalmente sobre las decisiones de endeudamiento y de inversión, del marco institucional en que se toman las decisiones y particularmente los procedimientos legales previstos para resolver los problemas de viabilidad financiera. Las características de la legislación que regula los procesos de crisis, ya sea orientada al deudor o hacia el acreedor, condicionan el nivel de endeudamiento previo de la empresa y las posibles salidas a la crisis, ya sea a través de un arreglo privado o bien de un procedimiento judicial. Así, la transferencia ágil del control de las empresas insolventes a los acreedores impide la realización de decisiones de inversión no rentables y aumenta la disposición previa de los acreedores para facilitar fondos a las empresas. De esta forma la legislación de la insolvencia debiera proporcionar una estructura que permita a empresas viables, pero con problemas de liquidez, reorganizarse y continuar sus negocios y a las no viables ser liquidadas.

La Ley 22/2003, Ley Concursal, dota de una nueva regulación a las quiebras, concursos y suspensiones de pagos que se sustituyen por un procedimiento único, el concurso, que busca la agilidad, la flexibilidad y la unidad de procedimiento. La unidad legal, esto es una sola ley que discipline la insolvencia del deudor común, la unidad de disciplina, con independencia del carácter civil o mercantil del deudor, y la unificación de procedimientos parecen conquistas importantes respecto a la desfasada y dispersa legislación previa.

La reflexión que se propone a continuación parte de la descripción de las vías para la resolución de la insolvencia y la importancia del marco institucional, legal y regulatorio, en la actividad económica para, por último, pre-



RESUMEN DEL ARTÍCULO

La inminente entrada en vigor de la Ley Concursal, ley 22/2003, apunta la necesidad de estudiar las potenciales ventajas e inconvenientes asociadas a diferentes procedimientos legales para la resolución del fracaso empresarial y que básicamente se concretan en dos tipos de ineficiencia. Así, un sistema orientado hacia el acreedor es eficiente ex-ante, pero no ex-post, al favorecer la liquidación de empresas viables. Por el contrario, un sistema orientado hacia el deudor elimina este último tipo de ineficiencia, pero origina pérdidas en la eficiencia ex-ante, al disminuir los incentivos al esfuerzo directivo y favorecer la continuidad de empresas no viables. El diseño de la legislación concursal exige tener en cuenta además otras variables del entorno institucional de la empresa como el grado de dispersión de la propiedad, el peso del sector bancario en la provisión de fondos a la economía o el funcionamiento de los mecanismos disciplinadores de la actuación directiva como el mercado de control corporativo.

EXECUTIVE SUMMARY

The imminent entrance in vigor of the "Ley Concursal", law 22/2003 (Spain), aims the necessity to study the potential advantages and inconveniences associated to different legal procedures for the resolution of the managerial failure and that basically they are summed up in two ineficiencia types. This way, a system guided toward the creditor is efficient former - before, but not former - post, when favoring the liquidation of viable companies. On the contrary, a system guided toward the debtor eliminates this last ineficiencia type, but it originates losses in the former efficiency - before, when diminishing the incentives to the directive effort and to favor the continuity of non viable companies. The design of the legislation concursal demands to also keep in mind other variables of the institutional environment of the company like the degree of dispersion of the property, the weight of the bank sector in the provision of funds to the economy or the operation of the mechanisms disciplinadores of the directive performance as the market of corporate control.

sentar las condiciones a considerar en el diseño de una ley concursal. La pregunta que queda sin resolver es si el diseño de la Ley 22 es el adecuado para posibilitar mayores niveles de eficiencia en el tratamiento de las situaciones de fracaso empresarial.

2.La Resolución de la Insolvencia Financiera

Las alternativas para resolver una situación de fracaso empresarial son básicamente dos:

1. El establecimiento de acuerdos privados entre accionistas y acreedores.
2. El arbitrio del sistema judicial a través de la solicitud de la declaración legal de fracaso empresarial.

Los factores determinantes de la elección entre ambas vías, judicial y la negociación privada, son fundamentalmente dos (Gilson et al. 1990):

- a) El ahorro en costes que represente la negociación privada frente a la vía judicial y
- b) La capacidad de las partes para acordar el reparto del ahorro generado.

Respecto al primer punto, es decir los costes relativos del procedimiento judicial frente a los de una negociación privada, y aunque no se pueden realizar estimaciones precisas sobre los costes ahorrados cuando se evita

la utilización del mecanismo judicial, existe un cierto consenso sobre la relevancia de los mayores costes directos e indirectos asociados a la resolución judicial. La mayor rapidez de un acuerdo privado también determina que los costes indirectos sean menores en un proceso informal que en un proceso legal de fracaso, ya que se reducen los posibles deterioros en el valor de los activos de la empresa derivados de posibles incentivos distorsionados de los accionistas. Al mismo tiempo, la mayor rapidez de

los acuerdos privados minimiza la publicidad adversa que produce impactos negativos sobre los trabajadores, clientes y proveedores.

Por todas estas razones, la mayoría de empresas con oportunidades reales de recuperación intentan resolver su situación mediante acuerdos privados con sus acreedores, utilizando el procedimiento judicial del fracaso sólo ante la imposibilidad de alcanzar tales acuerdos .

Es necesario considerar que el ahorro relativo en costes logrado con una renegociación privada de la deuda no es igual para todas las empresas sometidas a un mismo tipo de legislación, sino que es mayor cuanto mayor sea la proporción de los activos intangibles y activos específicos dentro del

La mayor rapidez de un acuerdo privado también determina que los costes indirectos sean menores en un proceso informal que en un proceso legal de fracaso

activo total de la empresa, ya que es más probable que el valor de este activo intangible y/o específico sea destruido bajo un procedimiento judicial al ser la liquidación de la empresa un resultado más frecuente.

Por lo que se refiere al segundo de los factores determinantes de la fórmula de elección entre proceso judicial o negociación privada, la facilidad para repartir el ahorro de costes dependerá de tres factores básicos: la dispersión en la propiedad de la deuda o el número de acreedores, la complejidad o heterogeneidad de los títulos de deuda emitidos por la empresa y el grado de asimetría de información existente entre los accionistas y los acreedores sobre la verdadera situación de la empresa.

En primer lugar, cuanto mayor sea la dispersión en las fuentes de fondos ajenos más difícil será alcanzar un arreglo voluntario, ya que la adopción de un plan de reestructuración de deuda requiere el consentimiento unánime de todos los acreedores cuyos créditos se encuentran en situación de insolvencia, con lo que la solución de los problemas financieros mediante un acuerdo privado se dificulta por el poder de veto de cada uno de los acreedores individuales. Además del número de acreedores existentes, cuanto mayor sea la heterogeneidad de los títulos de deuda emitidos o la complejidad de la estructura de capital, menos probable será que una reestructuración privada fructifique. Por último, el consentimiento de los acreedores para la elaboración de un plan de reestructuración también será más difícil de obtener cuanto mayor sea la asimetría de información existente entre accionistas y acreedores a la hora de valorar la empresa.

3. El entorno legal e institucional

Los factores señalados con anterioridad no bastan para entender las razones de la elección entre el recurso a la negociación privada o a la vía judicial y es preciso incorporar en el análisis las características del marco institucional y regulatorio en que se toman las decisiones, en la medida que éste determina la capacidad para restringir la expropiación entre los agentes económicos para facilitar la financiación externa y la eficiente asignación de recursos en la economía.

La expropiación de los inversores se restringe a través del marco legal y de su aplicación. Cuando los inversores financian a las empresas reciben en compensación tanto derechos económicos como de control y ello hace necesario que los derechos de los inversores de no control (externos), accionistas minoritarios dispersos, acreedores, sean protegidos. Los derechos relevantes son protegidos por las diferentes regulaciones que afectan al gobierno corporativo: leyes que regulan las actuaciones de las empresas, leyes de fracaso financiero, del mercado de valores, de las operaciones de adquisición, ... Además estos derechos pueden ser reforzados a través de la litigación o de la reputación. Las leyes y la calidad de su eje-

PALABRAS CLAVE

Legislación
Concursal,
decisiones
financiera, entorno
institucional,
insolvencia.

KEY WORDS

Legislation
Concursal,
financial decisions,
institutional
environment,
insolvency.

cución por los reguladores y los tribunales son elementos esenciales del gobierno de la empresa y las finanzas. La evidencia muestra que aquellos países con leyes y regulaciones más protectoras de los inversores han desarrollado en mayor medida sus mercados de capitales, como muestran en sus trabajos La Porta et al.(2001) y Wurgler, (2000).

Así, mientras que en los países que predominan los sistemas de control corporativo externo la legislación se construye a partir de las actuaciones de los tribunales, basadas en precedentes e inspiradas en principios de buena práctica (*Common-law*), en los países con un sistema de control interno las leyes las promueven las cámaras legislativas (*Civil-law*) y están basados en códigos. Este diferente marco legal (La Porta et al. 1997,1999), determina el grado de protección del inversor y puede ser el origen de las diferencias entre los sistemas de gobierno, en la medida en que la evidencia empírica sugiere que los países con mejores niveles de protección presentan al tiempo mercados de capitales más desarrollados y una más eficiente canalización del ahorro hacia la inversión. Además se observa que en los países de tradición legal civil las empresas presentan una mayor concentración de propiedad, confirmando que la presencia de grandes accionistas en estos últimos actúa como sustituto de una más débil protección legal a los inversores. El grado de protección en ambos entornos es distinto y las explicaciones a esta diferente situación hay que buscarlas en aspectos judiciales derivados de las diferencias en la filosofía legal pero también en la historia política y el desarrollo como naciones de los diferentes entornos, anglosajón versus continental europeo (La Porta et al. 1997). Las actuaciones en el campo del fracaso financiero están también condicionadas por el conjunto del marco regulatorio en el que se encuadran. En aquellos entornos caracterizados por mercados de capitales desarrollados, con peso importante en la financiación de la economía, las empresas suelen presentar una estructura de la deuda más dispersa y heterogénea, mientras que la estructura financiera de las empresas que operan en sistemas financieros en los que el papel predominante corresponde a las entidades bancarias, suele caracterizarse por un mayor nivel de endeudamiento y por menores tasas de autofinanciación al existir menores conflictos entre acreedores y presentar la deuda mayores posibilidades de ser renegociada con éxito y en consecuencia, como se señalaba en el epígrafe anterior las características de la deuda y de los acreedores es diferente, condicionando así las posibilidades de negociación para evitar el procedimiento judicial.

4. El diseño de la Ley Concursal

La reciente reforma del marco legal que regula los procesos de fracaso empresarial convierten a la Ley 22, ley Concursal, en una pieza clave del



entorno regulatorio español, y abre el debate sobre si sus características conducen a mayores niveles de eficiencia. Las características más acentuadas de la nueva Ley son la unidad y flexibilidad de procedimiento, que se reflejan en su propia estructura, articulada en una fase común que puede desembocar en otra de convenio o de liquidación y que atenúa la capacidad otorgada en la legislación anterior al deudor.

El nuevo texto legal se articula en dos leyes: la Ley Orgánica para la Reforma Concursal y la Ley Concursal. La primera se centra en la definición de las circunstancias en que pueden producirse las limitaciones de los derechos del deudor en el marco de un proceso concursal. Modifica también la Ley Orgánica del Poder Judicial (LOPJ) para crear los Juzgados de lo mercantil, que se convertirán en los órganos judiciales con competencia exclusiva para los procedimientos concursales y a los que se atribuye la facultad para conocer los asuntos relacionados con el derecho de la competencia.

La Ley Concursal, uno de cuyos pilares, según se señala en su preámbulo, es garantizar la continuidad de la empresa, articula el nuevo sistema que regirá las situaciones de concurso. En principio es un procedimiento concursal flexible en el que el juez estará apoyado por una Administración concursal, constituida por profesionales cualificados y con actuaciones encaminadas al reflotamiento de empresas viables. En este punto surgen las primeras preguntas sin respuesta, al menos de momento, sobre la bondad del diseño de esta nueva Ley, cual es una reflexión sobre la eficiencia asociada a los diferentes sistemas de resolución a través de un procedimiento judicial.

Las dificultades de diseño de una ley concursal se centran en la necesidad de elaborar una normativa que sea simultáneamente eficiente ex - ante y ex - post. En el caso de que no existiesen problemas de asimetría informativa no habría problemas para conciliar el logro simultáneo de ambos tipos de eficiencia. Es decir, una vez que la empresa se declara insolvente debiera ser liquidada si no es viable o debiera ser reestructurada si la empresa es viable. En un escenario de información completa no habría problema en alcanzar esos resultados, ya que los acreedores optarían por la liquidación de empresas no viables, mientras que estarían dispuestos a realizar las quitas necesarias a las empresas viables para evitar el problema de infrainversión, posibilitando la realización de oportunidades rentables de inversión. Por tanto, cuando es posible distinguir entre empresas insolventes viables y no viables, no existe problema de eficiencia ex post

En aquellos entornos caracterizados por mercados de capitales desarrollados, con peso importante en la financiación de la economía, las empresas suelen presentar una estructura de la deuda más dispersa y heterogénea

y la ley concursal debe perseguir maximizar la eficiencia ex ante. En este caso, un sistema concursal orientado hacia el acreedor resulta adecuado al proporcionar mayores incentivos al esfuerzo directivo.

Sin embargo, si existen problemas de asimetría informativa estaríamos ante dos tipos de ineficiencia ex post, o bien se liquidan empresas viables que debieran continuar o bien se permite la continuidad de empresas no viables que debieran ser liquidadas. Ambos tipos de ineficiencia ex post están relacionadas con las características del sistema concursal. De una parte, la rapidez en la transferencia del control empresarial a los acreedores, típica de un sistema orientado al acreedor, incrementa la probabilidad de que se liquiden empresas cuya continuidad constituye la alternativa óptima. Por otra parte, un retraso en la transferencia del control, típico de sistemas orientados al deudor, aumenta la probabilidad de que continúen empresas que debieran ser liquidadas y que se destruya valor al permitir que los directivos realicen inversiones con valor negativo por ser arriesgadas, que consuman de forma privada recursos de la empresa o de los acreedores y que no puedan aceptar inversiones con valor positivo por el efecto "paralizante" de la deuda (Myers, 1977).

De acuerdo con estos argumentos el planteamiento de la ley concursal debiera ser aquel que permita minimizar los costes totales. Así, un sistema orientado hacia el acreedor es eficiente ex ante, pero no ex post, al favorecer la liquidación de empresas viables. Por el contrario, un sistema orientado hacia el deudor elimina este último tipo de ineficiencia, pero origina

pérdidas en la eficiencia ex-ante, al disminuir los incentivos al esfuerzo directivo y favorecer la continuidad de empresas no viables.

La evidencia empírica ha tratado de contrastar si las liquidaciones permiten reestructuraciones más eficientes de las empresas en situaciones de crisis, centrando las críticas a esta forma de resolución del fracaso en el argumento de que el mercado tiende a infravalorar a estas empresas. Estudios como los de Lopucki y Whitford (1993) o Hotchkiss y Mooradian (1997) sugieren que la *performance* post-fracaso de las empresas en reorganización es pobre y que frecuentemente son necesarios nuevos procesos de reestructuración de la deuda, mientras que, en contraste, Altman, Eberhart y Aggarwal (1999) encuentran que las empresas reorganizadas obtienen rendimientos extraordinarios para sus accionistas y en el mismo sentido se obtienen resultados en el trabajo de Alderson y Betker (1999).

La evidencia disponible por lo tanto no es concluyente y además en los tra-

Sí un sistema concursal está orientado a la protección del deudor es improbable que se dé un proceso de liquidación de empresas viables; antes bien las ineficiencias se encontrarían en permitir que continúen empresas no rentables

bajos realizados los resultados deben ser matizados teniendo en cuenta que la eficiencia de la ley concursal viene, no solo condicionada por su orientación hacia el deudor –Estados Unidos– o hacia el acreedor –Reino Unido–, sino que a su vez viene condicionada por otros factores ligados a las características institucionales en que las empresas toman las decisiones, factores tales como el grado de dispersión de la propiedad y de la deuda y los mecanismos disponibles para disciplinar las actuaciones directivas, Thorburn (1998).

En la actual reforma de la Ley Concursal española se ofrecen algunas soluciones a los problemas planteados por la anterior legislación: la unidad legal, esto es una sola ley que discipline la insolvencia del deudor común; la unidad de disciplina, con independencia del carácter civil o mercantil de ese deudor; y la unificación de procedimientos son conquistas esenciales. Asimismo la incorporación de la categoría de los acreedores relacionados con el deudor, que son acreedores sin voto y de satisfacción postergada constituye otro logro importante. En cambio los requisitos exigidos para la apertura del procedimiento a solicitud de los acreedores, la limitación del posible contenido del convenio y la configuración de un procedimiento largo imponen algunas cautelas sobre la misma.

5. Conclusiones

Las características de la legislación concursal que regula los procedimientos para la resolución de la insolvencia ayuda a explicar las decisiones financieras de la empresa, en particular la decisión de endeudamiento, pero al mismo tiempo los procedimientos legales para la resolución del fracaso empresarial a través de su influencia en los resultados de la negociación pueden afectar también a la política de inversión, a la probabilidad de liquidación, a la estructura de capital y a otras decisiones operativas de la empresa. Estas razones apuntan la necesidad de estudiar las potenciales ventajas e inconvenientes asociadas a diferentes procedimientos legales y que básicamente se concretan en dos tipos de ineficiencia. Así, cuando un sistema concursal está orientado a la protección del deudor es improbable que se observe un proceso de liquidación de empresas viables; antes bien las posibles ineficiencias se encontrarían en permitir la continuidad de empresas no rentables. El diseño de la legislación concursal exige tener en cuenta la interrelación de la misma con otras variables del entorno institucional de la empresa como el grado de dispersión de la propiedad, el peso del sector bancario en la provisión de fondos a la economía o el funcionamiento de los mecanismos disciplinadores de la actuación directiva como el mercado de control corporativo.



La legislación concursal ayuda a explicar las decisiones financieras de la empresa, en particular la decisión de endeudamiento

La reforma de la Ley Concursal española apunta algunas conquistas sobre el marco legal que le antecedía, a todas luces desfasado, de la mano de la unidad legal, de disciplina y de procedimiento, pero también dejó hueco para los claroscuros en la ejecución y aplicación de la norma, sobre todo en su menor orientación al deudor, respecto a la normativa a la que susti-

tuye, ante los requisitos exigidos para la apertura de procedimientos a solicitud de los acreedores, y ante el mantenimiento de un procedimiento largo y quizás en exceso judicializado, entre otras sombras.

Bibliografía

- Alderson, M.J. y Betker, B.L. (1999): "Assessing Post-Bankruptcy Performance : An analysis of reorganized firms' cash flows" *Financial Management*, summer, 68-82.
- Altman, E., Eberhart, A.C. y Aggarwal, R. (1999): "The equity performance of Firms Emerging from bankruptcy", *Journal of Finance*, fall, 230-257.
- Franks, J., Nyborg, K.G. y Torous W.N. (1986): "A comparison of US, UK and German Insolvency Codes". *Financial Management* 25, pp. 86-101.
- Franks, J., Torous, W.N. (1989): "A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations", *Journal of Financial Economics* 35 pp. 349-370.
- Gertner, R. y Scharfstein, D. (1991): "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance* 46, pp.1189-1222.
- Gilson, S.C. (1990): "Bankruptcy, boards, banks and blockholders. Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default", *Journal of Financial Economics* 27, pp.355-387.
- Gilson, S.C., John, K. y Lang, L.H.P. (1990): "Troubled debt restructurings. An empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 315-353.
- González-Méndez, V. y González-Rodríguez, F.(2000): "Procedimientos de resolución de insolvencia financiera en España: Costes de insolvencia y transferencias de riqueza", *Investigaciones Económicas*, Vol XXIV(2), pp.357-384.
- Hoshi, T.; Kashyap, A. y Scharfstein, D. (1993): "The choice between public and private debt: an analysis of post-deregulation corporate financing in Japan, Unpublished working paper, NBER 4421, Cambridge, MA.
- Hoshi, T.; Kashyap, A. y Scharfstein, D. (1990): "Bank monitoring and investment: evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships, en Hubbard, G. (eds): *Asymmetric information, corporate finance and investment*, University of Chicago, Chicago.
- Hoshi, T.; Kashyap, A. y Scharfstein, D. (1991): "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, February, 33-59.

Hotchkiss, E (1995): "The post-bankruptcy performance of firms emerging from chapter 11" *Journal of Finance*, march, 3-21

Hotchkiss, E y Mooradian, R. (1997): "Vulture investors and the market for control of distressed firms", *Journal of Financial Economics*, march, 401-432.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (1997): "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52, pp. 1131-1150.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999): "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54, pp. 471-517

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R.W.(2000) : "Investor Protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58, pp.3-27.

La Porta, R.; Lopez de Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R.W.(2001): "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*

LoPucki, L.M.y Whitford, W.C. (1993): "Patterns in the Bankruptcy Reorganization of Large Publicly Held Companies", *Cornell Law Review*, may, 597-618.

Ofek, E (1993): "Capital structure and firm response to poor performance", *Journal of Financial Economics* 34, pp.3-30.

Rajan, R y Zingales, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance* 50, pp.1421-60.

Requejo, A. (1996): "Reducción de plantilla y problemas de viabilidad financiera: el papel de la estructura de capital", *Investigaciones Económicas* 20, pp.43-70.

Rojo, A. (2002). "El diablo y la reforma del derecho concursal", *Expansión*, 21 de septiembre

Thorburn, K.S. (1998): "Bankruptcy auctions vs. Chapter 11 proceedings: a comparison of direct costs and recovery rates", *Working paper*, Dartmouth College

Wurgler, Jeffrey (2000): "Financial markets and the allocation of capital", *Journal of Financial Economics*, 58, pp.187-214.

¹ La evidencia empírica apoya estas conjeturas. Así, y para el caso de Estados Unidos Gilson et al. (1990) encuentran que los accionistas de las empresas que finalizan con éxito la reestructuración privada obtienen por término medio un 40% de rentabilidad extraordinaria durante todo el período de negociación, mientras que los accionistas de aquellas empresas que terminaron en un proceso legal de quiebra obtuvieron unas pérdidas del mismo nivel aproximadamente.

² Estos dos problemas para llegar a acuerdos, la dispersión y heterogeneidad de la deuda, son menos severos bajo la vía judicial, en donde la aprobación del plan de reorganización requiere sólo una mayoría concreta de cada clase de títulos.



Ilustración: Pedro Coll