



UNIVERSIDAD DE CANTABRIA

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

**INSOLVENCIA FINANCIERA EN LA UNIÓN EUROPEA:
EFECTO DE LA LEGISLACIÓN CONCURSAL SOBRE
LA VALORACIÓN DEL MERCADO**

Doctorando: Carlos López Gutiérrez

Dirección: Dra. Myriam García Olalla

Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad

Santander, Mayo de 2005

La realización de este trabajo no hubiera sido posible sin la colaboración y el apoyo que me han brindado numerosas personas a las que, mediante estas líneas, quiero expresar mi más sincero y profundo agradecimiento.

En primer lugar, a la directora de esta tesis, la Dra. Myriam García Olalla, no sólo por su labor en la realización de este trabajo, sino también por su apoyo y dedicación, y por haber depositado su confianza en mí para, bajo su dirección, desarrollar tareas docentes e investigadoras, confianza que espero no haber defraudado en los años en los que hemos venido compartiendo estas labores.

A todos mis compañeros del Área de Economía Financiera, y muy especialmente a Begoña Torre, Belén Díaz, Esteban Fernández y Sergio Sanfilippo que, desde el primer momento, han contribuido con sus consejos y ayuda a que este trabajo haya llegado a buen término, y muy especialmente por haberme hecho sentir apoyado en los momentos más difíciles a lo largo de estos años.

Este agradecimiento es extensible a todos los miembros del Departamento de Administración de Empresas, y de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Cantabria, por su buena disposición en todo momento, que contribuye a crear un ambiente de trabajo inmejorable.

Asimismo, y fuera del ámbito académico, me gustaría dejar constancia del apoyo y comprensión de los que he disfrutado por parte de mis amigos y mi familia, destacando muy especialmente a mis padres y a mi hermano, que siempre han confiado en mis posibilidades y me han apoyado totalmente en mi decisión de optar por la carrera docente.

Por último, no puedo finalizar sin expresar mi agradecimiento a los responsables de la Biblioteca de la Universidad Pompeu Fabra de Barcelona, por las facilidades prestadas en la obtención de parte de la información imprescindible para realizar la investigación.

A todos ellos, mi agradecimiento más sincero.

ÍNDICE

ÍNDICE.....	i
INTRODUCCIÓN.....	v
CAPÍTULO I: PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: COSTES GENERADOS Y MECANISMOS DE RESOLUCIÓN.	1
1.1.- INTRODUCCIÓN.....	2
1.2.- PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: UNA VISIÓN GLOBAL	3
1.2.1.- Tasas de insolvencia en los países industrializados.....	4
1.2.2.- Las causas de la insolvencia empresarial	10
1.3.- DIFICULTADES FINANCIERAS DE LA EMPRESA	15
1.3.1.- Reestructuración del activo	17
1.3.2.- Reestructuración financiera	19
1.4.- LOS COSTES DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL	20
1.4.1.- Los costes de las dificultades financieras	21
1.4.1.1.- <i>Costes Directos</i>	22
1.4.1.2.- <i>Costes Indirectos</i>	24
1.4.1.3.- <i>Agentes afectados por los costes de insolvencia</i>	30
1.4.2.- La estructura de capital de la empresa y los costes de quiebra.....	34
1.4.2.1.- <i>La teoría del trade off</i>	36
1.4.2.2.- <i>La teoría de la agencia</i>	41
1.4.2.3.- <i>Asimetría de la información</i>	47
1.5.- MECANISMOS DE SOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS DE INSOLVENCIA ...	54
1.5.1.- La elección del mecanismo de resolución	54
1.5.2.- Solución de las dificultades financieras y valoración del mercado	61
CAPÍTULO II: LEGISLACIONES CONCURSALES Y SOLUCIÓN DE LA INSOLVENCIA FINANCIERA.....	70
2.1.- INTRODUCCIÓN.....	71
2.2.- EFICIENCIA DE LAS LEGISLACIONES CONCURSALES	74
2.2.1.- Eficiencia Ex ante.....	79
2.2.2.- Eficiencia Intermedia.....	81
2.2.2.1.- <i>Problemas de sobre y subinversión</i>	81
2.2.2.2.- <i>Retraso de entrada en el procedimiento</i>	86
2.2.3.- Eficiencia Ex post.....	87
2.2.4.- Eficiencia y orientación de la regulación concursal	89

2.3.- APROXIMACIONES A LA REGULACIÓN DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL.....	94
2.3.1.- Procedimientos disponibles en la normativa concursal.....	96
2.3.1.1.- <i>Venta de activos</i>	96
2.3.1.2.- <i>Negociación estructurada</i>	98
2.3.1.3.- <i>Procedimientos concursales: síntesis de las diferentes alternativas</i>	99
2.3.2.- Modelos teóricos de resolución de la insolvencia.....	102
2.3.2.1.- <i>Modelos apoyados en mecanismos de mercado</i>	102
2.3.3.2.- <i>Legislación concursal óptima y tipo de sistema financiero</i>	110
2.4.- NORMATIVAS CONCURSALES EN LA UNIÓN EUROPEA.....	114
2.4.1.- Legislación concursal en el Reino Unido: la protección de los acreedores.....	115
2.4.1.1.- <i>Modificaciones en la Ley de Sociedades de 2002</i>	127
2.4.2.- Legislación concursal en Alemania: la “quiebra de la quiebra”.....	131
2.4.2.1.- <i>La reforma de 1994</i>	135
2.4.3.- Legislación concursal francesa: la protección de los trabajadores.....	140
2.4.4.- Legislación concursal en España: la suspensión de pagos.....	146
2.4.4.1.- <i>Necesidad de reforma: la Ley Concursal de 2003</i>	154
2.5.- PROCEDIMIENTOS DE REESTRUCTURACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA: ANÁLISIS COMPARATIVO.....	163
2.5.1.- Proceso de declaración.....	168
2.5.2.- Derechos de control.....	170
2.5.3.- Plan de rehabilitación.....	173
CAPÍTULO III: VALOR DE MERCADO Y ORIENTACIÓN DE LA LEGISLACIÓN CONCURSAL: UN ANÁLISIS EMPÍRICO INTERNACIONAL.....	176
3.1.- INTRODUCCIÓN.....	177
3.2.- HIPÓTESIS A CONTRASTAR.....	180
3.2.1.- Normativa concursal y rendimiento de los títulos.....	180
3.2.1.1.- <i>Implicaciones financieras de la legislación concursal</i>	182
3.2.1.2.- <i>Orientación de las legislaciones concursales</i>	185
3.2.2.- Eficiencia de las legislaciones concursales.....	190
3.2.3.- El riesgo de los títulos de las empresas con dificultades financieras.....	198
3.3.- CARACTERÍSTICAS Y COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA.....	202
3.4.- EFECTO DE LA LEGISLACIÓN CONCURSAL SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS TÍTULOS.....	206
3.4.1.- Medida de la rentabilidad de los títulos.....	207
3.4.1.1.- <i>Rentabilidad media y Rentabilidad acumulada</i>	209
3.4.1.2.- <i>Estrategia de inversión de “comprar y mantener”</i>	217

3.4.1.3.- Rentabilidad ajustada a largo plazo	222
3.4.1.4.- Índice geométrico ponderado	226
3.4.2.- Análisis empírico multivariable.....	228
3.5.- LA EFICIENCIA DE LA LEGISLACIÓN CONCURSAL: IMPLICACIONES SOBRE LA VALORACIÓN DEL MERCADO	243
3.5.1.- Índices de objetivos de la legislación de insolvencias.....	244
3.5.2.- Medida de rendimiento y metodología.....	249
3.5.3.- Análisis empírico y resultados obtenidos	251
3.6.- IMPACTO DE LA DECLARACIÓN DE INSOLVENCIA SOBRE EL RIESGO DE LOS TÍTULOS	262
3.6.1.- Medición del riesgo de los títulos.....	263
3.6.2.- Análisis empírico y resultados obtenidos	266
CONCLUSIONES.....	283
BIBLIOGRAFÍA.....	295

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

Las dificultades financieras que pueden sufrir las empresas en el desarrollo de su actividad cotidiana afectarán a la toma de decisiones y a las relaciones que existen entre todos los agentes que tienen interés en la marcha de la organización. No obstante, estas situaciones se verán condicionadas por los mecanismos de solución establecidos en la legislación, y por la eficiencia de las medidas contenidas en cada uno de los procedimientos disponibles para el tratamiento de los problemas de insolvencia.

Así, el sistema concursal aparece como un mecanismo fundamental en la financiación empresarial, al determinar los procedimientos de resolución de los contratos y los mecanismos establecidos para la reasignación de los recursos productivos cuando la empresa incumple sus obligaciones de pago de manera generalizada. No obstante, la relevancia de este tipo de normativa trasciende de los propios problemas de insolvencia, puesto que puede condicionar la toma de decisiones financieras de todas las empresas que actúan bajo su ámbito de aplicación, debido a la influencia que el trato que se otorgue a las distintas partes dentro de los procedimientos ejerce, de manera directa, sobre las expectativas de los agentes,

afectando a las decisiones financieras de la propia empresa y a las características y coste de mercado de la financiación empresarial.

El objetivo de esta tesis consiste en profundizar en el estudio de las implicaciones que la orientación de la legislación ejerce sobre los inversores, tratando de aportar evidencia empírica acerca de la valoración que el mercado de capitales realiza de los diferentes sistemas concursales, tanto desde el punto de vista de la rentabilidad de los títulos como de sus efectos sobre el riesgo. Además, se analizan los efectos que la eficiencia de la normativa tiene sobre el valor de la empresa, desarrollando las consecuencias sobre las decisiones financieras, antes incluso de que ésta tenga que declarar legalmente su situación de insolvencia, teniendo en cuenta el carácter antagónico de las medidas establecidas para lograr cada uno de los tipos de eficiencia, que imposibilita la definición de un procedimiento concursal eficiente desde un punto de vista global.

En nuestra opinión, el trabajo goza de cierta oportunidad en su presentación, por la reciente entrada en vigor de la Ley Concursal en España, en Septiembre de 2004, si bien es cierto que el desarrollo de la investigación ha sido, en su mayor parte, anterior, fruto de una intensa labor, tanto de motivación en el planteamiento de objetivos, como a la hora de fijar la muestra utilizada en el análisis empírico. En este sentido, la Ley 22/2003, de 9 de julio, reforma en su totalidad el sistema legal de insolvencias, derogando las principales normas del derecho concursal de nuestro país, la Ley de Suspensión de Pagos y las normas del Código de Comercio en materia de quiebras, e introduciendo un procedimiento único, denominado Concurso de Acreedores. Esta nueva ley nos permite aproximarnos a los países de nuestro entorno, que parten con la ventaja de haber pasado por tres grandes oleadas de reforma concursal a lo largo del siglo veinte, impulsadas por las recesiones económicas que ahogaron al mundo empresarial, como la de los años treinta, las dos del petróleo en los setenta y la que se produjo a comienzos de los noventa.

Por lo que se refiere al análisis empírico de la presente tesis doctoral, se centra exclusivamente en la antigua Ley de Suspensión de Pagos en el caso español, dado el escaso tiempo transcurrido de la entrada en vigor de la nueva normativa, que impide su inclusión desde esa perspectiva. No obstante, en términos teóricos sí que

se plantea su desarrollo, lo que puede permitir evaluar, a la luz de los resultados obtenidos en el resto de los países, el sentido de las reformas realizadas con respecto a la normativa anterior.

Los sistemas concursales que articulan la resolución de los problemas de insolvencia empresarial presentan diferencias significativas, aunque se pueden distinguir dos filosofías: en una de ellas, que trata de que se respeten los contratos en los términos en que fueron redactados, la normativa centrará su atención en reforzar el derecho de los acreedores frente al resto de los partícipes, respetando el orden de preferencia establecido *a priori*.

Sin embargo, esto implicaría la desaparición de mecanismos de reestructuración negociada que, además de tener como objetivo la maximización del valor de los recursos *ex post*, tratan de valorar adecuadamente los efectos *ex ante* desde el punto de vista de la eficiencia económica. Por lo tanto, una segunda filosofía, la de los procedimientos más orientados a la protección del deudor, que traten de lograr la supervivencia de la empresa, podría reducir los problemas relacionados con las decisiones subóptimas de inversión por parte de la dirección, además de evitar la desaparición de empresas económicamente viables.

En esas circunstancias, no existe en la actualidad un modelo óptimo de procedimiento concursal unánimemente aceptado, lo que origina que los resultados empíricos obtenidos en la literatura no puedan ser contrastados siguiendo un modelo teórico concreto. Esta circunstancia provoca la existencia de sistemas concursales de características muy diferentes, y subyace en los procesos de reforma que se han realizado en los últimos años, tal y como ha ocurrido en España, con la entrada en vigor de la nueva Ley Concursal en septiembre de 2004. La inexistencia de un modelo teórico óptimo para este tipo de regulaciones impide la evaluación global acerca de la idoneidad de un determinado sistema, tanto para las normativas vigentes como para los intentos de reforma, lo que ha obligado a aproximarse a su estudio desde una óptica distinta, analizando las diferentes partes de cada uno de los procedimientos y tratando de evaluar si con los mecanismos establecidos en cada una de ellas se logra conseguir el objetivo para el que fueron diseñadas.

Los trabajos publicados en este campo han tratado de analizar diferentes aspectos relacionados con los procedimientos concursales, tanto desde una perspectiva teórica como empírica. En ambos casos, se pone de manifiesto la relevancia de este tipo de normativa para la toma de decisiones financieras, tanto de las empresas como de los inversores que actúan en el mercado por lo que, a la hora de establecer sus características principales, deberían tenerse en cuenta las repercusiones sobre todos los agentes implicados, e incluso su influencia *ex ante* sobre las decisiones, cuando ni siquiera se prevé la aparición de problemas de insolvencia.

Los trabajos teóricos que han tratado de desarrollar procedimientos concursales óptimos están lejos de alcanzar un paradigma de referencia, tanto por las diferencias en las propuestas como por la prácticamente nula implantación que las mismas han tenido en las regulaciones existentes. Por otra parte, los estudios comparativos tampoco han logrado establecer un modelo seminal que aglutine las aportaciones de las legislaciones de diferentes países, dándose la paradoja de que las últimas reformas realizadas en Europa parecen orientarse hacia las propuestas del modelo vigente en Estados Unidos, sometido, a su vez, a un fuerte debate interno entre los que defienden la oportunidad de sus postulados y los que lo cuestionan por las ineficiencias que parece originar.

Sin embargo, los estudios de carácter empírico, mucho más numerosos, presentan unos resultados que, en líneas generales, han servido para establecer ciertas conclusiones en relación a las normativas de insolvencia que no generan el grado de controversia de las propuestas teóricas. Así, la evidencia empírica muestra una reacción negativa del mercado cuando la empresa atraviesa por dificultades financieras, condicionada por la situación de la misma y por los mecanismos establecidos por el procedimiento concursal. Además, se ha estudiado el efecto que determinadas características de la normativa¹ ejercen sobre la toma de decisiones de todos los agentes que se ven inmersos en un proceso de reestructuración, de tal forma que, además de la situación de deterioro financiero por la que atraviesa la empresa,

¹ Las características más estudiadas han sido la violación en el orden de prioridad de los cobros y la posibilidad de emisión de deuda prioritaria, aunque en el segundo capítulo se desarrollan de manera detallada los efectos de otro tipo de medidas incluidas en los procedimientos concursales.

aparecen como factores condicionantes las propias características de los sistemas concursales.

Sin embargo, hay un factor que condiciona y limita, de manera especial en este tipo de investigaciones, la generalización de sus conclusiones, como es el hecho de que, casi de manera exclusiva, se hayan realizado para el mercado norteamericano. De esta forma, la existencia de sistemas concursales de características totalmente heterogéneas, que incluso llegan a formalizarse en procedimientos completamente opuestos, afectará a los resultados obtenidos hasta el momento en los países de nuestro entorno, por lo que resulta necesario estudiar los efectos de cada uno de los mecanismos establecidos en la legislación concursal considerando su relación con el objetivo perseguido por el legislador con su aplicación y con el resto de las medidas establecidas en el procedimiento para tratar los problemas de insolvencia².

No obstante, es preciso considerar otro factor crucial que, de igual manera, deber ser incluido en el análisis de la importancia de los mecanismos de resolución de la insolvencia; nos estamos refiriendo al entorno financiero e institucional en el que la empresa insolvente desarrolla su actividad. Su importancia es fundamental, puesto que gran parte de las barreras existentes para la solución de las dificultades financieras aparecen ligadas a los conflictos de intereses entre los agentes implicados, directamente relacionados, a su vez, con la estructura de capital de la empresa y con el tipo de sistema financiero, que condiciona la fuente principal de recursos financieros a la que recurren la empresas en la financiación de su actividad económica.

En este contexto, se muestra especialmente relevante un estudio de carácter internacional que, analizando la valoración por parte del mercado de las empresas con problemas de insolvencia bajo diferentes sistemas concursales, permita obtener evidencia de sus efectos, evitando el doble sesgo que presentan los estudios de carácter local. Para ello, y centrando nuestra atención en cuatro países pertenecientes

² En este sentido, los trabajos que analizan los efectos de mecanismos concretos de actuación del Capítulo 11 de la legislación de Estados Unidos, como por ejemplo la emisión de deuda con carácter prioritario, pueden ver condicionados sus resultados por las propias características del sistema, como puede ser quién ejerce el control sobre la empresa, o incluso la existencia de violaciones en el orden de prioridad de los cobros.

a la Unión Europea (Alemania, España, Francia y Reino Unido), se tratará de abordar, desde una perspectiva empírica, la valoración que el mercado realiza de las diferentes orientaciones de la legislación concursal, prestando atención, no sólo en cuál es la parte sobre la que la regulación centra su protección, sino especialmente en cuál es la valoración de la eficiencia que presentan los sistemas concursales estudiados.

Para llevar a cabo el objetivo propuesto, se ha dividido el trabajo en tres capítulos de los que, en las siguientes líneas, presentamos un breve resumen que permita delimitar su contenido en una primera aproximación, estando los dos primeros dedicados a desarrollar el cuerpo teórico en el que se apoya la investigación, mientras que en el tercero se presenta el planteamiento de las hipótesis y su contraste estadístico para, finalmente, presentar un apartado en el que se detallan las principales conclusiones obtenidas.

En el primer capítulo se presentan, como una primera aproximación de carácter descriptivo, las cifras de insolvencia de los países industrializados en los últimos años, así como una explicación de las posibles causas que originan las diferencias observadas en los datos, entre las que destacan las diferencias institucionales y legales, en las que se enmarca el sistema concursal establecido, sobre el que se desarrolla el resto del trabajo. Con el objeto de delimitar el concepto de dificultades financieras se establece un modelo sencillo que define esa situación, así como las posibles vías de resolución de las que la empresa dispone para superarla, independientemente de que se declare legalmente la situación de insolvencia.

La importancia de este tipo de problemas hace necesario identificar cuáles son sus causas y las diferentes soluciones, así como analizar, de manera exhaustiva, los costes que se originan y su relevancia a la hora de determinar la estructura financiera de la empresa, como marco en el que se va a sustentar el análisis que se desarrolla en los capítulos posteriores, sobre las implicaciones derivadas de las diferentes orientaciones que puede seguir la legislación concursal. Para ello, se aborda el estudio en profundidad de los costes que este tipo de situaciones generan, tanto desde un punto de vista teórico como de su cuantificación empírica. Además, se presentan las principales aportaciones que han considerado, en mayor o menor

medida, la importancia de los costes de insolvencia como factor relevante que ayude a explicar la estructura de capital de la empresa, enmarcadas en diferentes aproximaciones hacia la existencia de una estructura financiera óptima para la empresa.

Por último, se presentan las dos posibles alternativas existentes para solucionar los problemas de insolvencia, que son la declaración legal de insolvencia, iniciando el procedimiento que la normativa concursal establezca para este tipo de situaciones, o el establecimiento de negociaciones privadas con los acreedores que permitan evitar el inicio del procedimiento legal. La elección final dependerá del ahorro en los costes generados, y de cómo ese ahorro se reparta entre todos los agentes que intervienen en la negociación, por lo que se estudian los principales factores que condicionan la elección, y aquéllos que fuerzan la utilización de un mecanismo concreto, poniendo de manifiesto, como cierre del capítulo, la evidencia empírica obtenida hasta el momento sobre la reacción del mercado ante este tipo de situaciones y sus implicaciones de carácter económico y financiero.

Una vez definido el problema de insolvencia y las diferentes alternativas de solución, el capítulo segundo centra su atención en los mecanismos legales establecidos en los diferentes sistemas concursales, desde tres aproximaciones diferentes.

En primer lugar, se establecen los distintos tipos de eficiencia que estas legislaciones pueden presentar, profundizando en los conflictos que originan cada uno de ellos y su estrecha relación con la orientación de la normativa sobre insolvencia. Se analizan las posibles fuentes de ineficiencia, para considerar, posteriormente, las medidas que pueden incrementar la eficiencia en un cierto sentido, así como los efectos ejercidos sobre las decisiones de todos los *stakeholders* de la organización.

A continuación se analiza, de manera global, el esquema que siguen los diferentes procedimientos así como las propuestas teóricas más firmes hasta el momento, que pretenden introducir mecanismos de mercado en la resolución de las dificultades financieras de la empresa. No obstante, hay que tener presente la

relevancia que, en este sentido, tiene el entorno institucional, impidiendo que exista un procedimiento concursal óptimo aplicable en cualquier parte del mundo.

Por último, se analizan en profundidad los sistemas concursales de los cuatro países que forman la muestra, incluyendo las reformas más recientes que se han producido, para finalizar realizando una comparación de los procedimientos de reestructuración establecidos en cada uno de ellos, dividiéndolos en fases que permitan homogeneizar los mecanismos establecidos y centrar la atención en las principales implicaciones financieras que se generan en cada una de ellas.

El cuerpo teórico desarrollado en los dos primeros capítulos permite establecer un marco de referencia en el que llevar a cabo la investigación empírica, recogida en el tercer capítulo de esta tesis doctoral. El capítulo comienza con el planteamiento de las hipótesis que se pretenden contrastar, tratando de lograr un triple objetivo.

El primero, analizar cómo las implicaciones financieras de la legislación concursal afectan al valor de las empresas con problemas de insolvencia, y cómo la orientación de la normativa influye en el reparto de ese valor entre los distintos agentes que intervienen en todo el proceso, considerando tanto la influencia sobre el valor como los efectos distributivos del mismo. Sin embargo, la relevancia de la orientación de la regulación no sólo radica en la parte en la que centra su protección, sino que resulta fundamental tener en cuenta el grado de eficiencia que trata de alcanzar, y la valoración que los inversores realizan de las medidas establecidas para lograrlo, lo que constituye la base del segundo objetivo planteado. Por último, se profundiza en la influencia ejercida sobre el riesgo de los títulos, tratando de averiguar si el riesgo de insolvencia, y sus variaciones en el tiempo, presentan un mayor componente sistemático o si, por el contrario, son las características específicas de la empresa las que determinan su evolución.

Para la consecución de estos objetivos se ha analizado una muestra de empresas con problemas de insolvencia entre los años 1990 y 2002 en Alemania, España, Francia y Reino Unido, que permita, tanto por su cobertura espacial como temporal, obtener conclusiones relevantes que aporten evidencia a los trabajos previos realizados únicamente para un determinado país. Las principales

conclusiones obtenidas se muestran en el epígrafe final, para finalizar presentando las referencias bibliográficas que se han utilizado para la realización de todo el trabajo.