

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

El propósito que se ha tratado de lograr con la presente tesis doctoral ha sido aportar un elemento objetivo, como es la valoración realizada por el mercado, al debate acerca de cuál es la orientación que debe seguir un procedimiento concursal óptimo, considerando como factor fundamental el grado de eficiencia que esta elección supone, tanto en términos *ex ante* como *ex post*. Para ello, se ha establecido un objetivo a cumplir en tres etapas, al mismo tiempo que hemos planteado el trabajo de manera global, tratando que los resultados obtenidos se puedan evaluar conjuntamente, y ofrezcan una perspectiva general del problema.

En primer lugar, se han tratado de analizar las repercusiones que, sobre el valor de mercado, ejercen las diferentes características de la legislación concursal, motivadas principalmente por las implicaciones de tipo financiero que surgen en todas las etapas del procedimiento, así como la influencia de su orientación sobre el reparto de ese valor entre los distintos agentes participantes en el proceso. Esto permite delimitar la magnitud del problema a través de la aplicación de medidas adecuadas.

Sin embargo, hay que tener en cuenta el objetivo que la normativa pretende conseguir con las medidas establecidas, desde un punto de vista de la eficiencia de la legislación, además de considerar a quién protege el legislador de manera prioritaria. Para ello, en segundo lugar, nos hemos planteado delimitar las características concretas que afectan al valor de la empresa, a través del estudio del grado de eficiencia de la legislación, tanto antes como después de la declaración legal de insolvencia. En este sentido, se pone de manifiesto el carácter antagónico que ambos tipos de eficiencia presentan en determinados momentos, con especial atención al efecto ejercido por las medidas establecidas en el procedimiento concursal sobre las empresas con problemas de insolvencia antes de que declaren legalmente su situación, es decir, sobre la eficiencia intermedia, que suele ser obviada en las investigaciones realizadas hasta el momento, tanto de carácter teórico como empírico.

Por último, se aborda la evolución del riesgo de los títulos, con el objetivo de comprobar si el riesgo de insolvencia tiene carácter específico, o si el incremento en el grado de endeudamiento que, generalmente, acompaña a la empresa en este tipo de situaciones, provoca también un incremento del riesgo sistemático en los momentos previos a la declaración.

No obstante, es necesario destacar que en ningún momento se ha planteado demostrar qué tipo de orientación es mejor desde un punto de vista global, puesto que existe un claro efecto compensación entre las ventajas e inconvenientes de cada uno de los sistemas. Por ello, el objetivo de la tesis es aportar evidencia de la reacción de los mercados ante este tipo de situaciones, lo que puede añadir una perspectiva al debate que, si bien no es definitiva, si puede tener utilidad como elemento objetivo de valoración de los procedimientos de resolución de los problemas de insolvencia empresarial.

La realización de un estudio de estas características busca obtener conclusiones relevantes que aporten evidencia adicional a los trabajos ya publicados, especialmente en el mercado de Estados Unidos. Para ello, se ha planteado un análisis comparativo internacional, para cuatro países pertenecientes a la Unión Europea, Alemania, España, Francia y Reino Unido, que presentan diferencias

significativas en sus sistemas concursales. La inclusión, en el mismo modelo, de diferentes legislaciones sobre insolvencias, permite contrastar otros resultados de la literatura y controlar el efecto que las diferencias institucionales y legales pueden ejercer sobre las repercusiones de las medidas establecidas en la legislación concursal.

Para la realización del trabajo empírico se ha considerado un periodo temporal amplio, que recoge situaciones de insolvencia empresarial declaradas entre los años 1990 y 2002, lo que permite controlar la influencia del ciclo económico sobre los resultados obtenidos, eliminado el sesgo que podría aparecer con la utilización de datos de sección cruzada en una muestra de reducida cobertura temporal. Esto ha permitido disponer de una muestra compuesta por 234 empresas de los cuatro países estudiados, teniendo en cuenta la especial complejidad que supone su identificación, debido a la ausencia de registros y a que la mayor parte de las bases de datos no mantiene la información económico financiera una vez que desaparecen o incluso dejan de cotizar, lo que dificulta disponer de muestras representativas que permitan realizar trabajos empíricos internacionales, y que explicaría la prácticamente nula existencia de ellos.

En la literatura financiera, la metodología comúnmente utilizada para analizar la reacción que se produce en el mercado ante el anuncio de una situación de insolvencia ha sido el estudio de eventos, que permite detectar rentabilidades anormales. Sin embargo, su aplicación presenta una serie de inconvenientes que hacen necesario acudir a otro tipo de medidas cuando lo que se pretende analizar es el efecto a largo plazo que provocan las declaraciones de insolvencia. En este trabajo se ha aplicado una medida alternativa del comportamiento a largo plazo de los títulos de las empresas que han declarado formalmente su situación de insolvencia, asumiendo una estrategia de inversión de “comprar y mantener”, para comprobar si la valoración del mercado es diferente en función del tipo de legislación concursal al que la empresa se va a ver sometida una vez realizada la declaración. En una primera aproximación, para comprobar si el comportamiento es homogéneo en todos los países analizados, se ha utilizado un procedimiento alternativo libre de distribución, conocido como la prueba de rangos de Kruskal-Wallis.

Una vez comprobada la existencia de diferencias significativas en el rendimiento de los títulos, se procede a contrastar el conjunto de hipótesis propuestas de acuerdo con el desarrollo del cuerpo teórico.

En primer lugar, se analiza si las características de la legislación concursal afectan al valor de mercado de las empresas en dificultades financieras, y cómo la orientación de la normativa sobre insolvencias repercute en el reparto del mismo entre todos los agentes implicados, lo que se plasma en las dos primeras hipótesis:

Hipótesis 1: *“La valoración que el mercado realiza de empresas con dificultades financieras es diferente en función de las características de la legislación que regula las situaciones de insolvencia”.*

Hipótesis 2: *“Ante situaciones de insolvencia empresarial, la pérdida de valor de mercado de los títulos es mayor si el sistema concursal da prioridad a la protección de los derechos de los acreedores”*

Para su contraste, se ha especificado un modelo de regresión lineal múltiple aplicando el método de estimación de Mínimos Cuadrados Ordinarios, utilizando un estimador robusto de la varianza, mediante la corrección de White para la heterocedasticidad, problema que aparece ligado a la utilización de este tipo de datos.

Los resultados obtenidos permiten ratificar ambos planteamientos, puesto que la orientación de la legislación concursal se muestra como una variable significativa, siendo positivo el signo de su coeficiente estimado. Así, se comprueba que, en los países con una legislación concursal más orientada a la protección de los derechos de los acreedores, se produce una mayor pérdida de valor de los títulos de las empresas en dificultades financieras que bajo regulaciones más centradas en el mantenimiento de la empresa en funcionamiento. Esto puede reflejar que, en sistemas que tienen como prioridad el cumplimiento de los contratos con sus acreedores, se produce una mayor transferencia de riqueza de los accionistas hacia los acreedores, mientras que éstas pueden verse reducidas si el legislador se decanta por favorecer acuerdos que eviten la desaparición de la empresa.

Este primer análisis también pone de manifiesto la existencia de otra serie de variables que afectan al rendimiento de los títulos durante el año anterior a la declaración, entre las que destacan, principalmente, el rendimiento del mercado y el

tipo de sistema financiero existente en cada país, siendo las rentabilidades de los títulos más negativas en los sistemas continentales que en los anglosajones, lo que puede venir explicado por las relaciones entre la orientación concursal más eficiente en función del tipo de sistema financiero que regule la principal fuente de financiación.

También aparece como variable significativa el sector de actividad empresarial, siendo mayores las pérdidas de las empresas del sector tecnológico, y el tamaño, observándose cómo las empresas más grandes presentan una mayor pérdida de valor en el año anterior a la declaración, motivado, principalmente, por el efecto informativo negativo que las dificultades financieras provocan en los inversores y por los problemas de coordinación entre los acreedores, mayores cuanto mayor es el tamaño de la empresa, y que resultan especialmente relevantes en este tipo de situaciones.

El segundo paso consiste en evaluar, no sólo la orientación de la legislación, sino también el objetivo perseguido con las medidas concretas establecidas, y su repercusión sobre el valor de mercado de la empresa. Por lo tanto, se analizan las características de las legislaciones concursales que tratan de mejorar la eficiencia *ex ante* y *ex post* de todo el procedimiento, a través del estudio del efecto que los mecanismos establecidos en la legislación ejercen sobre ambos tipos de eficiencia, de la valoración que el mercado realiza de esas medidas, y del grado de eficiencia logrado con ellas, centrandó la atención exclusivamente en las implicaciones que este tipo de medidas tienen para las empresas que se enfrentan a problemas de insolvencia. Para ello, se han propuesto las hipótesis tres y cuatro:

Hipótesis 3: *“La existencia de medidas orientadas hacia la eficiencia ex ante de la legislación concursal origina una mayor pérdida de valor de mercado para las empresas con problemas de insolvencia”.*

Hipótesis 4: *“La valoración realizada por el mercado de las legislaciones concursales que traten de maximizar la eficiencia ex post será positiva de manera que”:*

Hipótesis 4.a: “La valoración del mercado será positiva siempre que la legislación facilite la continuidad de empresas con mejores perspectivas económicas”.

Hipótesis 4.b: “La valoración del mercado será negativa siempre que la legislación facilite la continuidad de empresas con pocas probabilidades de éxito tras el procedimiento o peor situación económica”.

Para su contraste ha sido necesario, en primer lugar, construir una medida cuantitativa del grado en el que cada legislación trata de mejorar los dos tipos de eficiencia, para lo que se han desarrollado dos índices distintos, uno que mide la intensidad con la que se trata de alcanzar la eficiencia *ex ante* del proceso y otro que cuantifica las actuaciones que mejoren las posibilidades de supervivencia, teniendo en consideración la relación directa existente en el momento en el que la empresa comienza a tener dificultades financieras, puesto que, en este caso, las decisiones de inversión y financiación se verán condicionadas claramente por la posibilidad de tener que declarar legalmente la situación de insolvencia, es decir, prestando especial atención a la eficiencia intermedia.

La metodología empleada es el procedimiento en dos etapas desarrollado por Goldberger (1964), conocido como “*twin-linear probability model*”, que permite, por un lado, analizar los factores que determinan la probabilidad de que exista una menor pérdida de valor de la empresa y, por otro, identificar cómo los distintos tipos de eficiencia de la normativa afectan a esa reacción diferencial. De esta forma, se establece una estrategia en la que los inversores deciden el título en el que invertir, en función de la percepción acerca de sus posibilidades de futuro, para, posteriormente, examinar el rendimiento que les proporciona, bajo un determinado entorno institucional, en el que cobra especial relevancia el tipo de eficiencia del procedimiento concursal.

Los resultados obtenidos muestran que las legislaciones que establecen fuertes incentivos para un comportamiento eficiente *ex ante* provocan una mayor pérdida de valor en las empresas que se encuentran en dificultades financieras, al producirse mayores costes que empeoran la eficiencia intermedia, tal y como

propone la hipótesis 3. Esto origina que las medidas orientadas a mejorar la eficiencia *ex ante* tengan una repercusión negativa si consideramos su influencia únicamente sobre las empresas que atraviesan problemas de insolvencia, desde el momento en que se empiezan a manifestar sus dificultades hasta que se realiza la declaración legal de insolvencia.

En el caso de la hipótesis 4, para evitar que el análisis se vea distorsionado por la repercusión asimétrica que las medidas que favorecen la continuidad pueden ejercer en función de las circunstancias de cada una de las empresas, se incluyen términos interacción que permitan contrastar las hipótesis 4.a y 4.b. Los resultados son coherentes con la hipótesis 4.a, al producirse una valoración positiva de este tipo de mecanismos incluidos en el procedimiento cuando la empresa es económicamente rentable. De esta forma, la valoración positiva no se produce en el caso de legislaciones que favorecen la continuidad de todas las empresas, sino que aparece para aquellos mecanismos que persiguen lograr la eficiencia *ex post* del proceso permitiendo el mantenimiento de las empresas cuyo valor percibido por el mercado es superior a su valor de liquidación.

No obstante, la eficiencia *ex post* de la legislación concursal se consigue tanto evitando que continúen empresas que deberían ser liquidadas como que se liquiden empresas que tengan un mayor valor como empresa en funcionamiento. Los resultados muestran claramente cómo el mercado valora positivamente que las legislaciones eviten el cierre de empresas eficientes, pero no permiten afirmar que también se produzca esa valoración en el primer caso, por lo que no se contrasta la hipótesis 4.b. Sin embargo, los accionistas de las empresas en esta situación pueden apreciar positivamente las posibilidades de continuidad que le otorga la normativa independientemente de la situación real de ésta porque, de esa forma, mejoran su posición negociadora frente a los acreedores y se pueden producir transferencias de riqueza a su favor que no serían posibles con otro tipo de legislaciones, lo que podría generar un efecto compensación, que explique la ausencia de resultados significativos en ese sentido.

Finalmente, una vez analizado el rendimiento de los títulos de las empresas con problemas de insolvencia, y su relación con la orientación y la eficiencia de la

legislación concursal, el tercer objetivo es estudiar la evolución del riesgo de los títulos, centrando la atención en la naturaleza, sistemática o específica, del riesgo de insolvencia, y su comportamiento bajo diferentes tipos de sistema concursal. Para ello, se postula la quinta y última hipótesis, en los siguientes términos:

Hipótesis 5: *“El riesgo de los títulos con dificultades financieras se incrementa a medida que se acerca el momento de la declaración de insolvencia”.*

Hipótesis 5.a: *“El riesgo específico es el principal factor que causa esa reacción, por lo que se incrementará cuanto más cercana esté la fecha de la declaración”.*

Hipótesis 5.b: *“El riesgo sistemático será mayor en periodos más cercanos a la situación de insolvencia de la empresa”.*

Para el cálculo de las diferentes medidas de riesgo necesarias para el contraste, se parte del modelo de mercado, donde el riesgo se descompone en riesgo sistemático y específico. Para cada uno de los títulos, se ha estimado la ecuación del riesgo para distintas ventanas de 250 días, comenzado en el momento de la declaración de insolvencia, y desplazando el inicio del cálculo 50 días para cada estimación, con un total de 11 ventanas consideradas, con el objeto de poder analizar la evolución de cada uno de los componentes del riesgo en los dos años inmediatamente anteriores a la entrada en el procedimiento concursal.

La existencia de problemas de contratación infrecuente, que pueden afectar a la estimación de los parámetros, nos ha llevado a aplicar el procedimiento de Scholes y Williams (1977), que permite paliar los efectos que este tipo de cuestiones pueden ocasionar en la estimación.

Una vez estimado el modelo de mercado, se comprueba la evolución de cada uno de los componentes del riesgo a lo largo de todo el periodo, mediante la comparación de sus valores medios, aplicando el test no paramétrico de la prueba de suma de rangos de Wilcoxon para el contraste de las diferencias observadas.

Los resultados, presentados tanto gráfica como numéricamente, muestran un incremento importante en el riesgo total y en el riesgo específico de los títulos, a

medida que se aproxima el momento de la declaración, siendo éste superior en los momentos más cercanos al inicio del procedimiento concursal, mientras que la evolución del riesgo sistemático no presenta una tendencia definida.

Estos datos confirman la hipótesis 5, relativa al efecto amplificador que la proximidad de la declaración de insolvencia ejerce sobre el riesgo de los títulos de las empresas con dificultades financieras, y la hipótesis 5.a, que establecía que el principal componente del riesgo afectado por los problemas de insolvencia es el específico, puesto que serán las propias circunstancias de la empresa con dificultades las que determinen su rendimiento. Sin embargo, la hipótesis 5.b no se confirma, al no apreciarse una variación significativa en el riesgo sistemático, ni una tendencia clara en el sentido de su evolución, a lo largo de todo el periodo.

Para controlar la influencia que el entorno legal e institucional, y especialmente las diferencias en los sistemas concursales, puede ejercer sobre el comportamiento del riesgo de los títulos ante la aproximación de la fecha de declaración, se ha aplicado el mismo contraste de manera independiente en cada uno de los países con diferencias en sus procedimientos concursales disponibles en la muestra. Se ratifican las conclusiones anteriores, al observarse una tendencia alcista en el riesgo total y específico a medida que se aproxima la fecha de la declaración en todos los casos, tal y como se había obtenido en el análisis de la muestra total, mientras que no se aprecian movimientos significativos relevantes en el riesgo sistemático en la mayoría de los países analizados.

No obstante, la investigación sobre el riesgo de los títulos con problemas de insolvencia se encuentra en una fase preliminar, en la que los resultados presentados son de carácter exploratorio, mostrando, como en nuestro caso, la evolución de los diferentes componentes del riesgo, pero sin contrastar, de manera fehaciente, las causas que originan ese comportamiento. Sin embargo, el principal problema, en nuestra opinión, no es el reducido número de trabajos que, desde una aproximación empírica, abordan este tipo de cuestiones, sino la falta de un desarrollo teórico sólido que permita fundamentar la realidad observada, y profundizar en su análisis. Este problema está especialmente presente en la relación del riesgo de los títulos con las características de la legislación concursal por lo que, en los próximos años, se deberá

afrontar el reto de, desde un punto de vista teórico, desarrollar modelos que permitan fundamentar los estudios empíricos que contribuyan a evaluar un comportamiento observado que, hasta el momento, no ha sido explicado en la literatura financiera.

Del análisis de los tres objetivos propuestos se pueden extraer una serie de conclusiones finales, que contribuyen a profundizar en la importancia de la orientación de la legislación, el tipo de eficiencia que se pretende priorizar, y la evolución seguida por los diferentes componentes del riesgo de los títulos.

En primer lugar, se ha podido contrastar cómo la valoración de los títulos varía en función del tipo de legislación concursal aplicable que, a través de las implicaciones financieras que generan sus medidas concretas, afecta al valor de mercado de la empresa con dificultades financieras. Además, no sólo se ha contrastado esa reacción diferencial, sino que se ha podido comprobar que en los sistemas concursales más enfocados a la protección de los derechos de los acreedores se produce una mayor pérdida de valor de los títulos que en los sistemas orientados hacia la continuidad de la empresa y la protección del deudor como entidad en funcionamiento, explicada, seguramente, por las mayores transferencias de riqueza y por el efecto informativo que este tipo de situaciones origina. En la medida en que la legislación concursal afecta a las decisiones financieras de todas las empresas, insolventes o no, estos resultados pueden suponer un movimiento de financiación por medio de acciones hacia sistemas más protectores de los intereses del deudor, mientras que la financiación con deuda puede orientarse a países más protectores de los intereses de los acreedores. Esto podría originar que empresas más relacionadas con la financiación propia, como las tecnológicas o las “*star-ups*”, puedan encontrar incentivos a establecerse en países con un determinado sistema concursal que proteja más a sus accionistas y les facilite la obtención de fondos, aspecto importante sobre todo dentro del ámbito de la Unión Europea, donde debería considerarse ante posibles intentos de homogeneización de las distintas legislaciones concursales.

En segundo lugar, se ha comprobado cómo las medidas establecidas para mejorar la eficiencia *ex ante* pueden tener un efecto negativo sobre las empresas que tienen problemas de insolvencia antes de la entrada en el procedimiento concursal, hecho que debería ser considerado al fijar los objetivos que se pretende lograr con el

establecimiento de determinadas medidas concretas, evitando así la aparición de efectos negativos indirectos sobre las empresas con dificultades financieras. Por otro lado, también se pone de manifiesto la importancia de establecer mecanismos que permitan la continuidad de las empresas económicamente viables, mediante la existencia de procedimientos que faciliten la negociación de los distintos agentes implicados, que eviten liquidaciones que resulten ineficientes desde un punto de vista económico.

En tercer lugar, se ha observado que el riesgo de insolvencia tiene, fundamentalmente, un carácter específico, que se incrementa a medida que empeora la situación de la empresa. Este hecho debe servir como punto de partida para el desarrollo de modelos teóricos que profundicen en su análisis, así como estudios empíricos que contribuyan a una mejor explicación de su evolución.

Estos resultados aportan un elemento más a la discusión sobre cuál es el sistema concursal más adecuado, desde una perspectiva alejada de las discusiones más doctrinales sobre la codificación de este tipo de normativa, pero que puede resultar de interés a la hora de decidir la orientación que la legislación debe tener, de fijar los objetivos que se pretenden lograr, y de disponer de los mecanismos adecuados para su consecución, estableciendo, de manera inequívoca, sus efectos sobre todas las empresas, y evitando el establecimiento de medidas concretas de carácter opuesto, que dificulten alcanzar una salida eficiente del procedimiento concursal.