

CAPÍTULO I

PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: COSTES GENERADOS Y MECANISMOS DE RESOLUCIÓN

1.1.- INTRODUCCIÓN

Las situaciones de insolvencia, ligadas a la incapacidad de la empresa para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, aparecen como un riesgo inherente a la financiación de la actividad empresarial. La aparición de este tipo de problemas vendrá condicionada por múltiples factores, relacionados tanto con los aspectos internos de la propia empresa como con el entorno institucional y legal en el que ésta desarrolla su actividad. Con independencia de la causa y de los mecanismos para su resolución, las dificultades financieras provocan la aparición de una serie de costes que afectarán, en mayor o menor medida, a la estructura financiera de la empresa y a la valoración que el mercado realice de ella.

En este primer capítulo se aborda el estudio detallado de los problemas de insolvencia, comenzando con una visión general de las cifras que, al respecto, ofrecen los países más desarrollados en los últimos años, así como las causas que originan las diferencias que se observan. Posteriormente, se profundiza en el concepto de dificultad financiera y en las distintas vías que la literatura financiera ofrece para su resolución, para pasar a desarrollar, de manera detallada, la existencia

de costes de insolvencia, su tipología, y su importancia en la determinación de la estructura óptima de capital para la empresa. Por último, se presta especial atención a las negociaciones privadas de deuda como alternativa a los procedimientos concursales que la normativa establece para hacer frente a las reestructuraciones financieras, y a la reacción del mercado que la literatura empírica ha encontrado ante la aparición de dificultades financieras en la empresa.

1.2.- PROBLEMAS DE INSOLVENCIA: UNA VISIÓN GLOBAL

Los problemas de insolvencia forman parte de la actividad económica de las empresas que, con independencia de su actividad y del lugar en el que la realicen, pueden atravesar situaciones en las que no sean capaces de hacer frente a los compromisos de pago contraídos como consecuencia de la financiación de sus proyectos de inversión. Las dificultades financieras aparecen directamente relacionadas con la financiación mediante recursos ajenos, puesto que su utilización incrementa la posibilidad de que la empresa no pueda hacer frente al pago de sus obligaciones, y ha propiciado el establecimiento de mecanismos que doten de seguridad jurídica a este tipo de transacciones financieras. Para una sociedad que entra en un procedimiento concursal se agravan las dificultades para obtener nueva financiación, incluso si sus perspectivas de futuro no son negativas y sus problemas son de carácter coyuntural, por lo que, generalmente, se han establecido diferentes mecanismos que traten de regular este tipo de situaciones y proporcionen un marco general de actuación para todas las partes implicadas en la financiación de la actividad empresarial.

Los problemas de insolvencia han sido objeto de estudio en la literatura económico-financiera, debido a sus repercusiones en todos los países desarrollados. Resulta, pues, de interés, analizar la evolución de tales situaciones en los últimos años, así como las posibles explicaciones a las mismas. Si bien es cierto que esta problemática, cuando se plantea, tiende a generalizarse, no se puede contemplar como un fenómeno uniforme, y es necesario profundizar en las diferencias entre distintos países. A lo largo de este epígrafe vamos a tratar de mostrar cuál ha sido la evolución de este tipo de problemas en los últimos años, concretando cuáles son las

causas que originan comportamientos diferenciales de las situaciones de insolvencia, incluso entre los países más desarrollados.

1.2.1.- TASAS DE INSOLVENCIA EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

El número de insolvencias registradas en los distintos países no presenta un patrón uniforme, lo cual es lógico, dada la existencia de diferentes sistemas económicos, que afectan a la utilización de los mecanismos de resolución de la insolvencia empresarial. Es evidente que no se pueden comparar los países con economías de planificación central, en los que incluso puede que no se reconozcan situaciones de insolvencia, con economías de mercado, en las que las dificultades financieras de las empresas forman parte de la actividad económica diaria.

No obstante, si centramos nuestra atención en los países más desarrollados, siguen apareciendo diferencias significativas en cuanto al número de insolvencias. Incluso entre países similares en sus condiciones socioeconómicas se aprecian comportamientos diferentes, como es el caso de los miembros de la propia Unión Europea, por lo que resulta necesario estudiar los condicionantes de este tipo de situaciones, y los factores que van a ejercer una influencia más relevante, para explicar ese tipo de comportamientos.

En la tabla 1.1 podemos observar la evolución del número de insolvencias que en los últimos años han tenido lugar en los países más desarrollados, donde se ponen de manifiesto diferencias importantes, tanto entre los distintos países como a lo largo del tiempo para un mismo país. No obstante, esta información resulta poco útil si no se profundiza más, tratando de establecer medidas que permitan evaluar correctamente su evolución a lo largo del tiempo de manera global para los distintos ámbitos geográficos.

Tabla 1.1: Número de insolvencias

PAÍSES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Alemania	22 344	25 530	27 474	27 828	26 476	28 235	32 278	37 579	41 300
Austria	4 994	5 698	5 053	4 816	5 860	5 340	5 178	5 281	5 000
Bélgica	7 136	7 539	7 751	6 924	7 163	6 791	7 062	7 200	7 500
Canadá	13 234	14 231	12 177	10 780	10 023	10 040	10 371	9 458	9 400
Dinamarca	2 259	1 763	1 759	1 652	1 636	1 770	2 329	2 469	2 400
España	1 345	1 362	1 135	896	774	828	759	1 037	1 100
Estados Unidos	51 959	53 549	54 027	44 367	37 884	35 472	40 099	38 540	37 700
Finlandia	3 509	3 032	2 650	2 208	2 250	2 111	2 035	2 173	2 300
Francia	59 503	64 894	61 068	54 543	48 527	43 572	42 036	42 897	46 000
Grecia	1 396	1 379	1 299	871	731	633	612	650	700
Holanda	4 783	4 534	4 409	4 015	3 238	3 579	4 330	4 963	6 300
Irlanda	-	361	505	610	677	668	663	650	700
Italia	16 016	16 061	14 893	13 740	12 178	11 641	10 767	10 000	10 000
Japón	15 108	15 834	16 464	18 988	15 352	18 769	19 164	19 087	17 600
Luxemburgo	323	367	417	399	556	581	750	600	700
Noruega	3 500	3 458	3 333	3 347	3 243	3 576	3 562	4 473	5 600
Portugal	225	251	302	380	410	370	390	400	400
Reino Unido	40 856	39 734	37 051	37 752	43 086	43 845	44 747	49 892	52 400
Suecia	11 623	11 313	10 436	8 855	6 645	6 733	7 433	7 930	8 300
Suiza	3 820	4 156	4 552	4 363	4 196	3 842	3 613	4 002	4 500

Fuente: Euler Hermes

A través del índice global de insolvencias presentado en la tabla 1.2, podemos observar la tendencia de los últimos seis años, apareciendo de manera inequívoca que, en la mayor parte de los países, se han producido modificaciones significativas. No obstante, estas variaciones no han seguido un mismo sentido, indicando un comportamiento diferencial, incluso entre los países que tienen características similares. En la segunda mitad de los años noventa se produjo, con carácter general, una reducción en el número de insolvencias en los países industrializados. Mientras que éstas se han incrementado en Europa desde el año 1997, en Estados Unidos se ha producido un descenso muy acusado, si bien es cierto que en Europa también nos encontramos con descensos en determinados países, como Francia, Italia, España o Suecia, entre otros. Esto plantea un primer interrogante en relación a las causas que determinan este comportamiento diferencial entre los países más desarrollados.

Tabla 1.2: Índice global de insolvencias

Índice 100: 1997	Peso*	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Países Industrializados	100%	100	94	83	85	91	92	93
Europa del Oeste	35%	100	95	92	92	96	104	114
Estados Unidos	42%	100	82	70	66	74	71	70
Canadá	3%	100	89	82	82	85	78	77
Japón	20%	100	115	93	114	116	116	107
Alemania	8%	100	101	96	103	117	137	150
Francia	6%	100	89	79	71	69	70	75
Italia	5%	100	92	82	78	72	67	67
España	2%	100	79	68	73	67	91	96
Holanda	2%	100	91	73	81	98	113	144
Bélgica	1%	100	89	92	88	91	93	97
Austria	1%	100	95	116	106	102	105	99
Portugal	0%	100	126	136	123	129	132	136
Finlandia	1%	100	83	85	80	77	82	87
Grecia	0%	100	67	56	49	47	50	54
Luxemburgo	0%	100	96	133	139	180	144	168
Irlanda	0%	100	121	134	132	131	129	139
Reino Unido	6%	100	102	116	118	121	127	141
Dinamarca	1%	100	94	93	101	132	140	138
Suecia	1%	100	85	64	65	71	76	80
Noruega	1%	100	100	97	107	107	134	167
Suiza	1%	100	96	92	84	79	88	99

* Ponderación según peso PIB

Fuente: Euler Hermes

Una primera explicación puede ser la actividad desarrollada por las empresas con dificultades financieras, lógico si consideramos que los problemas de insolvencia se presentan motivados por crisis sectoriales que, en principio, son ajenas al ámbito de decisión y control de la propia empresa, y que no tendrían que coincidir a lo largo de los países estudiados. Así, en el año 2002 los sectores más afectados por problemas de insolvencia en distintos países se pueden observar en la tabla 1.3:

Tabla 1.3: Insolvencias por sectores

	Servicios	Construcción	Comercio	Industria	Otros sectores
Alemania	44.30%	21.80%	20.60%	11.60%	1.70%
Francia	20.00%	27.00%	25.00%	13.00%	15.00%
Reino Unido	35.90%	12.00%	14.70%	14.40%	23.00%
España	14.00%	16.00%	27.00%	31.00%	12.00%
Japón	18.30%	31.90%	28.00%	17.20%	4.60%
Italia	4.00%	0.00%	59.50%	35.00%	1.50%
Holanda	10.40%	14.60%	20.90%	13.00%	41.10%
Bélgica	25.00%	13.00%	32.00%	8.00%	22.00%

Fuente: Euler Hermes

Mientras que en Alemania y el Reino Unido, el sector más afectado por las insolvencias fue el de servicios, en Italia la mayor repercusión tuvo lugar en la industria. En otros casos, como Francia, España, Japón o Bélgica, no hay un único sector que destaque, aunque es necesario señalar la situación especial de Holanda, en dónde un 34.7% corresponde al sector de las finanzas.

En esa evolución heterogénea parece existir un fuerte sesgo derivado del tamaño de cada uno de los países considerados, de manera que el número de insolvencias es mayor en los países más grandes. No obstante, no es el tamaño la única fuente de discrepancia, puesto que se puede comprobar, por ejemplo, cómo países como Francia o el Reino Unido presentan más insolvencias, por término medio, que Estados Unidos.

Es necesario, asimismo, tener en cuenta la situación económica por la que atraviesa el país en concreto. En este sentido, el crecimiento económico también puede aparecer correlacionado con el número de insolvencias, pero en este caso de manera inversa, mostrando cómo las empresas con dificultades financieras se reducen si la situación económica es favorable, mientras que se incrementan en momentos de recesión o de menor crecimiento económico. Ambos datos se muestran en la tabla 1.4, con un elevado grado de significación.

Tabla 1.4: Correlación entre nº de insolvencias, tamaño y situación económica

	Correlación
PIB	0.604***
Población	0.662***
Crecimiento del PIB	-0.187**

Significación: ** 95%; *** 99%

Fuente: elaboración propia

No obstante, la correlación entre el tamaño y el número de insolvencias dista mucho de ser perfecta por lo que, para profundizar en el análisis, la tabla 1.5 presenta el número de insolvencias en relación al PIB de cada país:

Tabla 1.5: Insolvencias entre PIB

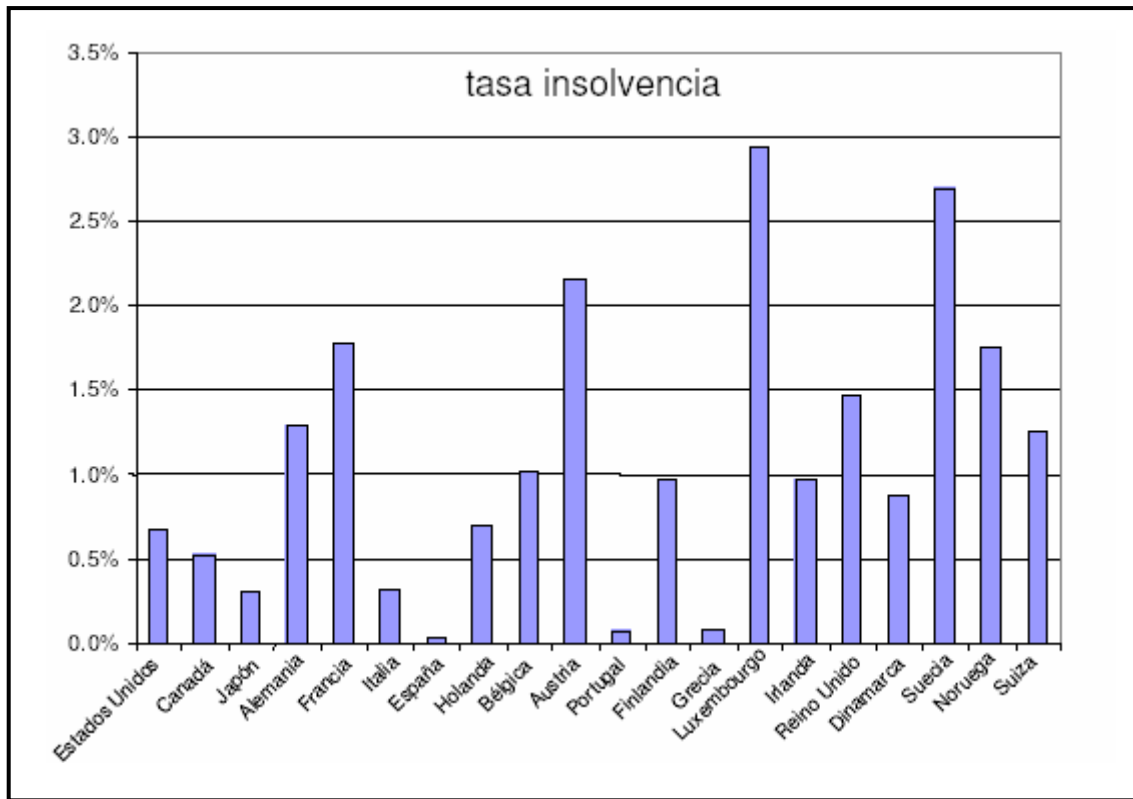
PAÍSES	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Alemania	0.9089	1.0712	1.2994	1.2940	1.2560	1.5097	1.7416	1.8940	1.7204
Austria	2.1237	2.4622	2.4535	2.2801	2.7899	2.7995	2.7313	2.5879	1.9884
Bélgica	2.5864	2.8029	3.1773	2.7675	2.8533	2.9785	3.1036	2.9340	2.4817
Canadá	2.2848	2.3656	1.9510	1.8019	1.5425	1.4208	1.4934	1.3240	1.1266
Dinamarca	1.2533	0.9637	1.0406	0.9469	0.9450	1.1171	1.4626	1.4278	1.1299
España	0.2302	0.2233	0.2025	0.1529	0.1285	0.1475	0.1302	0.1588	0.1316
Estados Unidos	0.7080	0.6909	0.6544	0.5083	0.4112	0.3634	0.4002	0.3712	0.3465
Finlandia	2.7141	2.3773	2.1647	1.7112	1.7605	1.7594	1.6747	1.6524	1.4237
Francia	3.8312	4.1749	4.3431	3.7564	3.3613	3.3302	3.1835	2.9971	2.6316
Grecia	1.1875	1.1089	1.0715	0.7176	0.6078	0.5649	0.5224	0.4894	0.4045
Holanda	1.1531	1.1009	1.1707	1.0262	0.8125	0.9649	1.1275	1.1876	1.2315
Irlanda	-	0.4944	0.6314	0.7071	0.7079	0.7045	0.6472	0.5352	0.4712
Italia	1.4597	1.3027	1.2764	1.1483	1.0316	1.0831	0.9861	0.8444	0.6822
Japón	0.2855	0.3372	0.3817	0.4819	0.3435	0.3940	0.4590	0.4780	0.4068
Luxemburgo	1.7684	2.0165	2.3885	2.1756	2.7656	2.9589	3.7955	2.8537	2.6689
Noruega	2.3874	2.1939	2.1507	2.2652	2.0513	2.1425	2.0980	2.3483	2.5273
Portugal	0.2097	0.2234	0.2839	0.3406	0.3562	0.3476	0.3544	0.3290	0.2676
Reino Unido	3.6262	3.3684	2.8101	2.6767	2.9508	3.0490	3.1299	3.1906	2.9195
Suecia	4.8391	4.3194	4.3687	3.6947	2.6414	2.8082	3.3873	3.2999	2.7594
Suiza	1.2432	1.4041	1.7789	1.6605	1.6223	1.6000	1.4697	1.4964	1.4541

Fuente: Euler Hermes y World Development Indicators. Elaboración propia.

Los países con una mayor tasa de insolvencia por cada unidad de producto interior bruto son, por término medio, Suecia, Francia, el Reino Unido y Bélgica, mientras que los menores son España, Portugal, Japón y Estados Unidos. De esta forma, podemos analizar el problema, controlando el efecto que el tamaño ejercía en el análisis de los datos presentados de manera agregada. Esto nos muestra que en determinados países la cifra de insolvencias totales resulta tremendamente engañosa, como en el caso de Estados Unidos, que era el cuarto país en cifras totales, pero que pasa a ser, si eliminamos el efecto del tamaño, uno de los que menor tasa de insolvencia presenta.

Desde una perspectiva similar, se puede plantear el estudio del número de insolvencias, teniendo en cuenta la cantidad de empresas existentes en el país en cuestión, lo que puede, de manera complementaria, mostrar la relevancia del tema en los países más importantes del mundo. Los resultados obtenidos, en cuanto a magnitud y sentido de la relación, se mantienen si nos fijamos en la tasa de insolvencia, contemplada como el número de insolvencias sobre el total de empresas de cada uno de los países, tal y como muestra el gráfico 1.1:

Gráfico 1.1: Diferencias en la tasa de insolvencias



Fuente: Euler Hermes

Tanto si utilizamos el PIB como el número de empresas para controlar los efectos del tamaño del país sobre los datos analizados, los resultados llevan a la misma conclusión. Así, si bien es cierto que el tamaño resulta relevante en la explicación del número de insolvencias, no parece que sea una variable que explique suficientemente la magnitud de las diferencias observadas, tanto en la evolución de las mismas como las distintas tasas que presentan los países. Por lo tanto, habrá que considerar la posibilidad de que existan otra serie de factores que afectan a las diferencias en el número de insolvencias registradas en los países más desarrollados.

No obstante, el análisis de la información debe realizarse con cautela, considerando, tal y como hemos visto, que el número de insolvencias en cada país se puede ver condicionado por la situación económica. De esta forma, en la tabla 1.6 se presenta la magnitud de esa relación, comprobando si sus efectos son similares en todos los países:

Tabla 1.6: Correlación entre N° de insolvencias y crecimiento económico

PAÍSES	Insolvencias- Crecimiento PIB	PAÍSES	Insolvencias- Crecimiento PIB
Alemania	-0.678	Holanda	-0.817
Austria	0.242	Irlanda	-0.244
Bélgica	-0.213	Italia	0.476
Canadá	-0.245	Japón	-0.447
Dinamarca	-0.634	Luxemburgo	-0.341
España	-0.478	Noruega	-0.610
Estados Unidos	0.193	Portugal	-0.457
Finlandia	0.225	Reino Unido	-0.709
Francia	-0.087	Suecia	-0.202
Grecia	-0.817	Suiza	-0.052

Fuente: Euler Hermes y World Development Indicators

Se puede observar cómo, de manera general, la relación entre el crecimiento económico y el número de insolvencias es negativa, presentando éstas, además, una gran sensibilidad al crecimiento económico. Esta relación resulta de especial interés, puesto que puede aportar un elemento adicional a la explicación de las diferencias observadas. Estimaciones realizadas por Euler Hermes, entidad líder en el mercado de seguro de crédito, con datos actualizados hasta 2003, muestran que hace falta entre un 2 y un 3% de crecimiento para estabilizar el número de insolvencias, mientras que un crecimiento menor de un 1% representaría un aumento de las mismas entre un 5 y un 10%, tal y como se puede observar en la tabla 1.7:

Tabla 1.7: Sensibilidad de las insolvencias al crecimiento económico

	Elasticidad al crecimiento	Crecimiento de equilibrio*
Estados Unidos	-4.4	2.1%
Alemania	-7.3	3.2%
Francia	-5.6	1.8%
Reino Unido	-13.8	2.9%
España	-8.3	2.7%
Bélgica	-2.1	1.7%
Holanda	-7.6	2.9%

*Crecimiento mínimo para estabilizar el número de insolvencias

Fuente: Heuler Hermes

1.2.2.- LAS CAUSAS DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL

Aún controlando el efecto del tamaño y la situación económica del país, permanecen diferencias en la tasa de insolvencia, por lo que es preciso plantearse cuáles son las causas que llevan a las empresas a entrar en un procedimiento

concurzal y cómo esta situación varía en función del país en el que la empresa lleve a cabo su actividad. Una empresa tendrá problemas de insolvencia cuando no pueda hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, y además no tenga acceso a financiación adicional a través de los mercados de capitales o cualquier otra vía del sistema financiero. No obstante, eso no significa que termine entrando en un procedimiento concursal, puesto que antes puede ser adquirida, como entidad en funcionamiento, o solucionar sus problemas con una negociación privada, ya sea consiguiendo la continuidad o liquidando la empresa. Así, las tasas de insolvencia pueden ser interpretadas como el producto de tres variables (Papillon, 1999):

$$br = Bp * fp * bf$$

donde:

br: Tasa de insolvencia (Insolvencias/PIB)(*Bankruptcy rate*)

Bp: Proporción de entradas en un procedimiento concursal sobre el total de empresas fracasadas (Insolvencias/Fracasos)(*Business population rate*)

fp: Proporción de fracasos sobre el total de compañías del país (Fracasos/Nº de empresas)(*Failure population rate*)

bf: Número de empresas en funcionamiento sobre el producto interior bruto (Nº de empresas/PIB)

Por lo tanto, las variaciones en el número de entidades que inician un procedimiento concursal pueden venir motivadas por el número de empresas que existen en la economía, por la tasa de fracaso que se produce entre esas empresas y por la frecuencia con la que las empresas en dificultades financieras resuelven sus problemas a través del procedimiento concursal.

Las causas de los problemas de insolvencia empresarial han sido comúnmente atribuidas tanto a problemas internos como externos¹. No obstante, es difícil explicar cómo en países desarrollados, comparables en términos sociales, económicos y culturales, la calidad en la gestión es causa suficiente para justificar las diferencias observadas en las tasas de insolvencia que, en todo caso, sólo afectaría al segundo

¹ Wood (1995) lo atribuía a una mala gestión empresarial, como motivos internos a la empresa, o a la mala suerte, como un factor externo que escapa al control de los directivos de la entidad.

término de la ecuación anterior, es decir, al porcentaje de empresas que fracasan, pero no sería suficiente para explicar la tasa de utilización de los procedimientos concursales.

Esta ecuación sugiere que las tasas de insolvencia vendrán motivadas, al menos en parte, por las diferencias institucionales y legales entre los distintos países, tesis que vamos a sostener a lo largo del presente trabajo. Así, los factores internos y externos pueden contemplarse como una incapacidad para aprovechar las oportunidades de negocio disponibles, condicionada por el entorno legal o institucional en el que la empresa se desenvuelve. Aunque la importancia de los procedimientos concursales como mecanismo para resolver las dificultades financieras de la empresa ha sido ampliamente debatida, no parece que su grado de utilización haya sido similar en todas partes, lo que puede venir motivado por diferencias en los sistemas legales, en los sistemas contables o regulatorios, o por un distinto grado de desarrollo del sistema financiero y de los mercados de capitales.

Las relaciones entre el entorno legal e institucional con las decisiones financieras han centrado la atención de los investigadores, especialmente a partir del trabajo seminal de La Porta *et al.* (1998)², que plantea la importancia del entorno legal para el desarrollo de los sistemas financieros y el gobierno corporativo de la empresa, encontrando que una mayor protección de los inversores contribuye a un mayor desarrollo del sistema financiero, o de los trabajos de King y Levine (1993) y Dermiguc-Kunt y Maksimovic (1998), que establecen una relación positiva entre la calidad del sistema legal y el crecimiento de las empresas industriales.

Hay que tener presente, en este sentido, que el principal aspecto que incide en la protección de los derechos de los acreedores es el sistema concursal, y los procedimientos que establece para hacer frente a los problemas de insolvencia empresarial. Así, un factor fundamental para explicar las tasas de insolvencia va a ser el tipo de legislación concursal aplicable, que afectará, de manera directa, a la proporción de empresas que van a tener dificultades financieras, por su importancia en la disponibilidad de financiación y, sobre todo, a la tasa de utilización de

² Estos autores han venido desarrollando una prolífica labor investigadora en este campo, reflejada en numerosas publicaciones en los últimos años (La Porta *et al.*, 1997; 1998; 1999; 2000a; 2000b, 2002).

mecanismos concursales entre todas las empresas en situación de fracaso (es decir, al primer y segundo término de la ecuación planteada por Papillon (1999)).

En un trabajo reciente, desarrollado dentro de un proyecto más amplio auspiciado por el Banco Mundial, Claessens y Klapper (2002) encuentran una mayor utilización de los procedimientos concursales en los países con sistemas orientados al mercado, caracterizados por una relación más débil y dispersa con las entidades bancarias como fuente de financiación, y en países con una mayor eficiencia del sistema judicial. El tipo de normativa concursal afectará, de manera directa, al número de declaraciones legales, por lo que será una variable a considerar a la hora de explicar las diferencias en las tasas de insolvencia. No obstante, su importancia puede ser aún mayor, si consideramos que las disposiciones establecidas en los mecanismos concursales resultan cruciales para explicar la tasa de utilización de este tipo de procedimientos frente a otras alternativas de resolución. En este sentido, las posibilidades de supervivencia de una empresa que declara legalmente su situación de insolvencia y entra en un procedimiento concursal, pueden ayudar a explicar el grado de utilización, siempre considerando que las propias regulaciones pueden establecer límites a los mecanismos privados y forzar el inicio de los procedimientos legales en determinadas circunstancias.

Sin embargo, no existen estadísticas oficiales que permitan evaluar las tasas de supervivencia de cada uno de los sistemas concursales. No obstante, Couwenberg (2001), recogiendo estimaciones de diferentes fuentes y publicaciones previas, presenta una información que, de manera aproximada, puede servir para contemplar cuáles son las tendencias de cada tipo de mecanismo concursal. Tomando los datos con precaución, dada la heterogeneidad de las fuentes utilizadas, tanto desde un punto de vista formal como temporal, los resultados se muestran en la tabla 1.8, de la que se pueden extraer varias reflexiones.

Tabla 1.8: Tasas de supervivencia y sistemas concursales

	Estados Unidos	Reino Unido	Alemania	Francia	Suecia	Finlandia
PANEL A: REORGANIZACIONES Y LIQUIDACIONES						
Tasa de reorganización ^a	28%	14%	0.2%	20%		
Tasa de confirmación ^b	41%	15%	64%	13%		
Ventas en reorganización ^c	23%	39%	-	15%		
Liquidaciones ^d	30%	46%	-	72%		
Tasa de liquidación ^e	72%	86%	-	80%	100%	100%
Ventas en liquidación ^f	-	10%	-	-	75%	29%
PANEL B: TASA DE SUPERVIVENCIA DE LA EMPRESA						
Tasa de supervivencia ^g	18%	20%	-	6%	75%	29%

a – Empresas en un proceso de reorganización entre numero total de empresas insolventes.

b – Empresas que tienen su plan de reorganización aprobado sobre total de reorganizaciones.

c – Empresas vendidas como entidad en funcionamiento dentro de una reorganización.

d – Empresas liquidadas dentro de un proceso de reorganización.

e – Empresas liquidadas entre total de empresas insolventes.

f – Empresas vendidas como entidad en funcionamiento dentro de una liquidación.

g – Empresas que continúan su actividad entre total de empresas insolventes

Por un lado, nos encontramos con dos grupos diferenciados de países, los que recogen un tipo de procedimiento de reorganización (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y Francia) y los que sólo presentan como alternativa la liquidación (Suecia y Finlandia). Incluso en el primer grupo, el grado de utilización de los procedimientos disponibles varía entre los países. Así, en Estados Unidos es dónde más se recurre a este tipo de mecanismos, mientras que en Alemania, con la ley vigente hasta 1999, su utilización era prácticamente residual³. Por otro lado, tanto el resultado final de las reorganizaciones como su éxito no resultan similares en cada uno de ellos. Hay sistemas, como el del Reino Unido, con una mayor propensión a la venta de la empresa, mientras que el de Estados Unidos aboga más por una reorganización sin necesidad de que se produzca un cambio en la propiedad.

Por lo que se refiere al segundo grupo aparecen dos países que no disponen de procedimientos de reestructuración, aunque incentivando la venta de la empresa como entidad en funcionamiento consiguen unas tasas de supervivencia incluso superiores a las de los países del primer grupo.

³ No obstante, esto se refleja en un alto porcentaje de éxito en los procedimientos iniciados, quizás porque sólo se han venido aplicando para empresas con una situación menos crítica que en el resto de los países.

Las limitaciones de los datos presentados no permiten, en ningún caso, obtener conclusiones definitivas sobre la capacidad de recuperación de cada uno de los sistemas, pero sí muestran una perspectiva general de los condicionantes legales que pueden afectar a las divergencias en la tasa de insolvencia entre los países. Así, normativas como la norteamericana podrían incentivar a los propios deudores a acudir al procedimiento concursal como vía de solución a sus problemas de insolvencia, mientras que, en el extremo opuesto, regulaciones como la sueca, en la que la solución posible es la venta de la empresa o la liquidación de sus activos, tanto los accionistas como los directivos se verán fuertemente incentivados a evitar la declaración legal de insolvencia.

En definitiva, intuimos que la tasa de insolvencia de un determinado país puede venir condicionada, por un lado, por su tamaño y por la coyuntura económica. Por otro lado, las diferencias con el resto de países de su entorno estará motivada por las divergencias en los entornos legales e institucionales que afectan a este tipo de situaciones, con especial relevancia de la legislación concursal que se ocupa de regular las situaciones de insolvencia empresarial. A lo largo de esta tesis doctoral, pretendemos aportar una visión de la importancia de este tipo de normativa, proporcionando además evidencia empírica de los diferentes aspectos propuestos.

1.3.- DIFICULTADES FINANCIERAS DE LA EMPRESA

Las empresas, a lo largo de su vida, atraviesan distintas etapas económicas y financieras, pasando de situaciones de bonanza económica, con expansión de los negocios y crecimiento empresarial, a otras épocas más restrictivas, con bajos rendimientos y disminuciones de la productividad. Sin embargo, el ciclo económico no tiene por qué corresponder exactamente con la situación financiera de la empresa. Si bien es cierto que las sociedades con dificultades operativas son más propensas a pasar por dificultades financieras, no se debe obviar que una gestión financiera inadecuada puede conducir a empresas con elevada rentabilidad económica a enfrentarse a problemas de insolvencia. De este modo, antes de abordar sus consecuencias y las posibilidades de solución, debemos definir claramente lo que

entendemos por una situación de insolvencia o de dificultades financieras en la empresa.

Dificultades financieras no es sinónimo de desaparición de la empresa, puesto que este tipo de problemas engloba una gran variedad de circunstancias, con distinta repercusión sobre su valor y los derechos de los distintos aportantes de fondos (Wruck, 1990). Esta diversidad, sumada a los conflictos de intereses entre todos los agentes que intervienen, conduce a un problema de información que dificulta la valoración correcta de la empresa. De manera general, la entidad que atraviesa por dificultades financieras no genera suficientes fondos para cubrir las obligaciones de pago, ya sea con sus acreedores o sus empleados. Pero además, el valor actual de la empresa es menor que el nivel de deuda, lo que significa que le va a ser imposible emitir activos financieros adicionales que le permitan superar la situación de insolvencia (Li y Li, 1999).

De manera más pormenorizada, John (1993) propone un modelo sencillo para definir las dificultades financieras de la empresa, teniendo en cuenta tanto la estructura de su activo como de su pasivo. Así, divide los contratos financieros en contratos *suaves* y contratos *duros*, en función de la obligatoriedad de los pagos que originen. El pago de intereses y principal de la deuda y los contratos con proveedores y empleados pueden considerarse como contratos de tipo *duro*, puesto que si los pagos no se realizan a su vencimiento, se produce una ruptura del contrato por parte de la empresa, teniendo los acreedores distintos recursos legales para forzar su cumplimiento.

Por otro lado, como ejemplo de contratos de tipo *suave* están las acciones, puesto que, en este caso, aún cuando los poseedores de los títulos tuvieran expectativas de recibir dividendos en un momento determinado, la frecuencia y nivel de los mismos queda dentro del ámbito de las decisiones de política financiera de la empresa. Los pagos originados por este tipo de contratos pueden ser suspendidos o pospuestos, en función de los recursos líquidos disponibles que permanecen en la empresa, una vez se han cubierto los desembolsos originados por los contratos de tipo *duro*.

De manera análoga a los contratos financieros, los activos de la empresa también tienen una división natural en función de su liquidez. Así, nos encontramos con activos líquidos, con un corto periodo de realización, y activos fijos, que son las inversiones a largo plazo de la empresa, tales como maquinaria o instalaciones, que generarán activos líquidos en periodos de tiempo más prolongados.

Esta división de los activos y de los contratos financieros facilita la concreción de una definición de las dificultades financieras. Así, una empresa se encontrará en dificultades financieras en el momento en que con sus activos líquidos no pueda hacer frente a los pagos requeridos por sus contratos de tipo *duro* (John, 1993). Esta definición nos muestra la manera de afrontar esos problemas de insolvencia. En la medida en que las dificultades financieras de la empresa se originan por un desajuste entre su liquidez y sus obligaciones de pago, la resolución de estos problemas pasa por realizar una reestructuración de su activo, para aumentar su liquidez; de su pasivo, para reducir sus obligaciones de pago; o de una reestructuración conjunta que permita reestablecer el equilibrio.

1.3.1.- REESTRUCTURACIÓN DEL ACTIVO

Por el lado del activo, la empresa puede optar por deshacerse de activos fijos para obtener la liquidez necesaria para hacer frente a sus pagos, mecanismo que presenta una serie de ineficiencias y que abordamos a continuación (Brown *et al.*, 1994; Datta e Iskandar-Datta, 1995b; Lasfer *et al.*, 1996).

El principal problema radica en que puede generar una pérdida de valor de la empresa como entidad en funcionamiento. La venta de parte de sus activos fijos puede comprometer la generación futura de flujos de caja, con lo que el valor de la empresa experimentaría una disminución importante. Este problema será mayor en presencia de activos intangibles, puesto que éstos pueden representar mayores oportunidades de crecimiento (Gilson *et al.*, 1990), teniendo en cuenta que, en este caso, se suma la dificultad de valoración y de realización de este tipo de activos.

Otro inconveniente es que la posibilidad de venta de activos viene condicionada por la situación del sector de actividad al que pertenece la empresa (Asquith *et al.*, 1994). De esta forma, si las dificultades financieras son debidas a una

coyuntura sectorial de recesión, será difícil la venta de activos a precio de mercado, hecho que se agravará cuanto mayor sea la especificidad de los activos que la empresa pretenda vender para obtener liquidez, puesto que se restringe el número de posibles compradores que, generalmente, se dedicarán a la misma actividad. Si este sector se encuentra en recesión, no sólo el precio de venta será inferior al de mercado, sino que incluso podría encontrar dificultad para hallar un comprador, aunque fuera a un precio más reducido. Es necesario añadir la posición de debilidad a la hora de negociar el precio de venta, dada su difícil situación financiera, lo que puede forzar ventas a precios inferiores a los de mercado para obtener liquidez en el momento necesario.

Otra barrera importante son los conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, puesto que los primeros serán reacios a la venta de activos, incluso si con ello pueden resolver los problemas de liquidez. Considerando las acciones como una opción de compra sobre los activos de la empresa, con el volumen de deuda como precio de ejercicio, su valor se incrementa con el riesgo de los activos: los accionistas soportarán una pequeña parte del riesgo si éstos se deprecian, mientras que se aprovecharán de las ganancias de su posible apreciación. De esta forma, la venta para efectuar el pago de intereses o de deuda reducirá el valor para el accionista. Brown *et al.* (1994) encuentran reacciones negativas en el precio de las acciones cuando empresas en dificultades financieras realizan este tipo de transacciones para saldar deudas, aunque esta reacción no se produce cuando los fondos obtenidos por la venta son reinvertidos en la propia empresa.

Asimismo, debemos tener en cuenta los intereses de los propios directivos, que pueden variar en lo que respecta a la venta de activos para afrontar el pago de la deuda. Por un lado, se mostrarán contrarios a la venta cuando su riqueza vaya asociada al tamaño de su organización (Jensen, 1986). Sin embargo si, como ocurre en la legislación norteamericana, la entrada en el procedimiento formal de reestructuración produce tanto una alta rotación de directivos (Gilson, 1989; Hotchkis, 1995) como una disminución en su remuneración (Gilson y Vetsuypens, 1993), los directivos pueden optar por la venta de activos para evitarlas. Incluso fuera de Estados Unidos, Thorburn (2000b) encuentra unas pérdidas medias de remuneración de los directivos, en caso de quiebras, en torno al 40% en los dos años

siguientes al proceso, así como que dos tercios pierden su empleo. En la medida en que confíen en el éxito de una negociación privada se mostrarán contrarios a la venta de activos, mientras que procederán a la misma antes de tener que optar por solicitar la declaración formal.

Aun así, las ventas de activos se usan habitualmente para afrontar problemas de insolvencia⁴, aunque generalmente no como única medida, sino de manera complementaria a otro tipo de reestructuraciones de carácter financiero.

1.3.2.- REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

La otra forma de afrontar las dificultades financieras es a través de una reestructuración de los contratos financieros, que puede consistir en una renegociación de sus términos de manera que, o bien se reduzca la cantidad a cobrar para ajustarla a la liquidez generada por los activos, o bien se aplaze la fecha de vencimiento. También se puede producir una sustitución de títulos de tipo *duro* (deuda) por otros de tipo *blando* (acciones). De cualquier manera, la resolución de los problemas de insolvencia, mediante la recomposición de los contratos financieros, consistirá en reemplazar los ya existentes por otros que tengan una reducción en el pago de intereses o del principal, una extensión del plazo de vencimiento o un cambio en el tipo de títulos (deuda por acciones). Bajo cualquiera de estas condiciones, las dificultades financieras de la empresa habrán disminuido.

Una forma adicional de reestructuración financiera podría ser la emisión de nuevos títulos, tanto de capital propio como de deuda, que permitieran la obtención de liquidez para hacer frente a los pagos requeridos. Sin embargo, ya hemos comentado que esta última posibilidad sería sólo realizable si la empresa únicamente tiene problemas de liquidez inmediata, porque la emisión de nuevos títulos a cuenta de los futuros flujos de caja que la empresa va a generar no sería posible en un contexto de dificultades financieras como el que plantean Wruck (1990) o Li y Li (1999), con un valor de la empresa inferior al de la deuda emitida.

⁴ Asquith, Gertner y Scharfstein (1994); Brown, James y Mooradian (1994); Lasfer, Sudarsanam y Taffler (1996); Gilson (1997).

Ante el estudio de los procesos de reestructuración financiera de la empresa debemos tener en cuenta las diferencias entre la deuda negociada en los mercados financieros⁵ (obligaciones, bonos, pagares de empresa, etc.), y la deuda privada (principalmente con entidades bancarias). La deuda negociada se caracteriza por tener múltiples propietarios, ser heterogénea y estar dispersa, lo que incrementa la información asimétrica entre los obligacionistas y la empresa, pudiendo darse comportamientos oportunistas por parte de los directivos, en favor de sí mismos o de los accionistas. Numerosos trabajos ponen de manifiesto que este tipo de deuda dificulta las negociaciones privadas a la hora de afrontar las situaciones de insolvencia⁶, tal y como desarrollaremos más adelante, en el epígrafe 1.5. Por lo que respecta a la deuda bancaria, las reestructuraciones raramente consisten en reducciones del principal (Asquith *et al.*, 1994), sino que suelen ser comunes los aplazamientos del vencimiento de los créditos. En el caso español, en el que son frecuentes las participaciones de los bancos en el capital de las empresas, nos encontramos con que esto puede favorecer las reestructuraciones⁷.

Tanto la reestructuración del activo como la del pasivo pueden ser realizadas bajo el procedimiento formal (procedimientos concursales establecidos legalmente para la resolución de situaciones de insolvencia financiera) o de un modo informal (a través de negociaciones a título privado con los acreedores). La elección entre uno u otro método va a depender de los costes relativos y de los beneficios de cada una de las alternativas.

1.4.- LOS COSTES DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL

La consideración de que las dificultades financieras en la empresa pueden desembocar en un proceso de insolvencia genera la preocupación ante la aparición de una serie de costes asociados a estas circunstancias. En este epígrafe se plantea el

⁵ Lo que en la literatura financiera anglosajona se conoce como deuda pública (*public debt*)

⁶ Gilson *et al.* (1990); John (1993); Chatterjee *et al.* (1995 y 1996); Datta e Iskandar-Datta (1995b); Gilson (1997)

⁷ González Méndez y González Rodríguez (2000) encuentran, en su muestra de negociaciones privadas, que todas las empresas tienen participación bancaria en su capital, y en todas ellas únicamente se han producido aplazamientos en el vencimiento, no quitas en las deudas negociadas, tal y como proponen Asquith *et al.* (1994).

estudio de los mismos desde una doble perspectiva: por un lado, se analizan las diferentes tipologías existentes, su importancia relativa, tanto desde un punto de vista teórico como empírico, así como las partes que se ven afectadas por su existencia. Por otro lado, se presentan las principales aportaciones que, en la literatura, han considerado la existencia de los costes de insolvencia como un factor determinante en el estudio de la estructura de capital de la empresa, desde su primera consideración como compensación de la ventaja fiscal de la deuda hasta las teorías que introducen la probabilidad de insolvencia como mecanismo reductor de las asimetrías de información y los conflictos de agencia.

1.4.1.- LOS COSTES DE LAS DIFICULTADES FINANCIERAS

Las situaciones de insolvencia empresarial generan una serie de costes, conocidos tradicionalmente como costes de quiebra, cuya naturaleza y magnitud juegan un papel fundamental, tanto para las reformas de las legislaciones concursales como para la existencia o no de una estructura óptima de capital y la prima por el riesgo exigida por los inversores para las emisiones de deuda de la empresa (Branch, 2002). En el marco de la literatura financiera, los costes de insolvencia se definen como todos aquellos derivados o asociados a esa situación, independientemente de cuál sea el mecanismo seguido para su resolución. Si bien éstos se verán condicionados si se inicia un procedimiento concursal, su aparición no está exclusivamente ligada a los mecanismos legales, siendo el factor principal que los origina la inestabilidad financiera de la empresa.

Asimismo, la aparición de costes de quiebra, entendidos como pérdidas de eficiencia, viene originada por la existencia de responsabilidad limitada y por las distintas legislaciones concursales en las cuáles, aunque no siempre de manera prioritaria, se ha contemplado tradicionalmente la reducción de estos costes como uno de los objetivos a alcanzar. Dependen, a su vez, de la probabilidad de insolvencia y de su magnitud, si ésta se produce de manera efectiva (Brealey y Myers, 2003), teniendo en cuenta, además, que las reestructuraciones financieras resultan menos costosas cuanto menos severos son los problemas de coordinación con los acreedores (Betker, 1997).

Como una primera aproximación se pueden clasificar en dos categorías bien diferenciadas (Warner, 1977; Altman, 1984): Por un lado, los costes directos, que recogen todos los pagos originados por la situación de insolvencia. Por otro, también se generan costes indirectos, generalmente costes de oportunidad, que suponen una pérdida para la empresa, aunque no se reflejen en una salida directa de fondos.

1.4.1.1.- Costes Directos

Los costes directos comprenden todos los pagos realizados a terceras personas ajenas a la empresa como consecuencia de su participación en la resolución de la situación de insolvencia, tanto con un carácter legal como administrativo⁸. Incluyen los pagos a abogados, síndicos, auditores y cualquier profesional que se vea obligado a intervenir en el procedimiento legal y su aparición se produce en el momento que existen costes de transacción asociados a la negociación entre las partes implicadas, teniendo en cuenta que una de las características distintivas de los procedimientos concursales es el uso intensivo de agentes económicos por parte de los diferentes partícipes de la negociación, con el objeto de maximizar el valor de sus derechos a lo largo de todo el proceso (Warner, 1977). El hecho de realizar pagos a agentes externos puede influir sobre el valor de la empresa y su coste de capital, puesto que estos costes directos serán deducidos de su valor, tanto si va a ser liquidada como si se llega a un acuerdo de reestructuración, lo que puede suponer que el valor de la empresa sea menor que el valor descontado de los flujos de caja futuros (Altman, 1984).

Por lo que se refiere a la estimación de los costes directos, se ha centrado principalmente en los procesos formales de resolución puesto que, en este caso, suelen estar documentados, lo que facilita su cuantificación. En una primera aproximación, Warner (1977) los estimó en un 4% del valor de mercado un año antes de la declaración, para una muestra de 11 empresas ferroviarias. Posteriormente han sido desarrollados otros trabajos que han ampliado la muestra objeto de estudio, tratando de establecer la importancia relativa de los costes de quiebra. Así, Ang *et al.* (1982), incluyendo empresas de todos los sectores, excepto del financiero, aumentan

⁸ Warner (1977); Ang *et al.* (1982); Altman (1984); Weiss (1990).

el porcentaje de los mismos hasta un 7.5% del valor de liquidación de la empresa, mientras que Altman (1984) y Weiss (1990) los centran, respectivamente, en torno a un 4.3% y 3.1% del valor de la empresa, medido como el valor del capital propio más el valor de la deuda⁹.

En un trabajo más detallado y reciente, Betker (1997) los estima en un 3.93% para las empresas que entran formalmente en el Capítulo 11 de la legislación norteamericana, mientras que se reducen hasta el 2.85% si el procedimiento utilizado es el “*prepacked bankruptcy*”¹⁰, lo que nos indica la posible relación directa entre estos costes y el tipo de procedimiento concursal aplicado. Los resultados se ven confirmados por Tashjian (2000), que estima los costes de este nuevo procedimiento en un 1.65%, confirmando que es un mecanismo más rápido y menos costoso que el procedimiento general que se establece en la normativa en Estados Unidos.

La mayor parte de los estudios empíricos se refieren a procedimientos concursales, puesto que los costes directos de los mecanismos informales o privados de resolución son extremadamente complicados de medir, al no existir exigencias legales que obliguen a su registro. No obstante, esa ausencia de datos registrados no supone la inexistencia de pagos directos que deban ser realizados al margen de los procedimientos legales, especialmente en cuestiones de asesoría técnica y legal, necesarios para evitar la declaración formal de insolvencia (Branch, 2002). En este sentido, Gilson *et al.* (1990) cuantifican estos costes directos en un 0.65% del valor contable de los activos de la empresa, mientras que Betker (1997) les asigna una importancia del 2.51%. Además, debemos tener en cuenta que, en ambos casos, se analizan reestructuraciones privadas que han finalizado con éxito, suponiendo una infravaloración de estos costes, que podrían verse incrementados en situaciones más desfavorables.

⁹ Hay que señalar, no obstante, que en el trabajo de Altman (1984) se considera el valor de mercado de la deuda, mientras que Weiss (1990) sólo tiene en cuenta su valor contable, lo que puede explicar la diferencia en los resultados que presentan.

¹⁰ Este tipo de procedimientos presenta la peculiaridad de que existe un preacuerdo con los acreedores para lograr una salida negociada en el momento de realizarse la declaración. Un análisis empírico de este tipo de procedimientos se puede encontrar en Betker (1995a).

1.4.1.2.- Costes Indirectos

Existen otra serie de costes que no originan una salida de fondos directa, pero que suponen una parte importante de las pérdidas soportadas en este tipo de circunstancias. Generalmente se trata de costes de oportunidad, complicados de medir, pero que no pueden ser obviados. Se derivan de la anticipación, por parte de los diferentes *stakeholders* de la empresa, del perjuicio que pueden sufrir como consecuencia de las decisiones que la gerencia pueda tomar, inducida por el deterioro de la situación financiera. Algunos prevén este tipo de actuaciones y exigen una compensación por adelantado, como un mayor tipo de interés exigido por la financiación concedida, el endurecimiento de las condiciones de venta de los proveedores, la búsqueda de nuevos abastecedores por parte de los clientes, etc.

Uno de los principales costes indirectos de las situaciones de insolvencia es la reducción en la cifra de negocio o las ventas de la empresa (Opler y Titman, 1994). En el caso de que los productos comercializados requieran garantías de servicio postventa en el futuro, o se realicen a través de cobros anticipados, este tipo de situaciones producirá una reducción en el valor percibido por los compradores, lo que puede generar una disminución en la cifra de ventas (Altman, 1984; Weiss, 1990). Las ventas y los beneficios pueden verse reducidos, al igual que su valor de mercado, cuando sus clientes potenciales perciben problemas, puesto que poseen información imperfecta y utilizan su percepción acerca de la situación financiera de la empresa como indicador de sus características operativas (Baxter, 1967; Jensen y Meckling, 1976), por lo que puede ser interpretada como una señal sobre las expectativas de supervivencia, y su capacidad para prestar servicios postventa sobre los productos que comercializa en el mercado. En ciertos sectores, como el de los servicios financieros, basados en una relación de confianza con el cliente, este tipo de costes puede suponer la completa destrucción del valor de la empresa (Weiss, 1990). La pérdida de cuota de mercado supone también una reducción en la capacidad competitiva, que puede conducir a una infrutilización de su capacidad productiva, lo que implicaría una nueva fuente de ineficiencias en el seno de la empresa (Branch, 2002).

La reducción en el precio que los clientes están dispuestos a pagar por los productos de empresas con un mayor nivel de endeudamiento es un coste de agencia de la deuda, y no un coste de insolvencia (Titman, 1984). Sin embargo, cuando las dificultades financieras se empiezan a manifestar públicamente, los clientes potenciales percibirán un incremento en el riesgo de que se produzca esa pérdida de valor, y el precio que estarán dispuestos a pagar será aún menor, siendo esta pérdida adicional, que se reflejará en el nivel de ventas, originada directamente por las dificultades financieras de la empresa.

Otra fuente generadora de costes de insolvencia es el deterioro de la relación con los proveedores (Miller, 1977; Bowen *et al.*, 1982), que tenderán a presentar un comportamiento menos cooperativo cuando la empresa presente signos de deterioro financiero exigiendo, incluso, que el pago se realice por adelantado a la hora de suministrar sus productos a la empresa insolvente. Esta situación puede mantenerse, incluso después de que la empresa haya solucionado sus problemas, por el efecto producido en el nivel de confianza de los proveedores, de manera que la insolvencia puede generar conflictos en el funcionamiento del aprovisionamiento para la empresa, tanto de carácter operativo como financiero (Weiss, 1990).

Además, en este tipo de situaciones, la posibilidad de insolvencia puede forzar a la empresa a centrar su atención únicamente en el corto plazo (Branch, 2002). Los directivos encuentran incentivos para mantener elevados niveles de liquidez, y rechazar proyectos de inversión rentables que hubieran sido realizados en cualquier otra situación. Se facilita, pues, la aparición de problemas de sobre y subinversión, es decir, que no todos los proyectos rentables sean llevados a cabo, y que se realicen proyectos excesivamente arriesgados, con un valor actual neto negativo (Myers, 1977; Jensen, 1986). En este sentido, y debido a su importancia para la evaluación de la eficiencia de las legislaciones concursales, esta cuestión se trata con profundidad en el epígrafe 2.2, en el siguiente capítulo de esta tesis.

Estos problemas de decisiones subóptimas de inversión pueden venir motivados, también, por el desvío de atención que las dificultades financieras originan en la labor de los directivos, conduciéndoles a una evaluación incorrecta de las oportunidades de inversión de la empresa (Castanias, 1983). Cuando ésta

atraviesa dificultades financieras, los directivos deben dedicar parte de su esfuerzo a solucionarlas, ocasionando un coste de oportunidad por el detrimento de otras actividades generadoras de valor que hubieran debido centrar su atención (Miller, 1977; Warner, 1977; Altman, 1984). Esto supone, además, una mayor exposición frente a actuaciones agresivas por parte de la competencia, que pueden tratar de aprovechar la dedicación de los directivos a tareas ajenas a la evolución de las actividades de la empresa en el mercado (Weiss, 1990).

Si la solución adoptada consiste en la emisión de nuevos títulos de deuda, con el objeto de obtener nueva financiación, la empresa puede encontrar dificultades para colocar la emisión, a no ser que se produzca en términos excesivamente onerosos (Altman, 1984), lo que se suma a los costes por la emisión de esos nuevos valores (Bradley *et al.*, 1984). Además, esta estrategia emite una señal negativa al mercado que repercutirá en los rendimientos de sus títulos, provocando una reducción en las cotizaciones (Myers y Majluf, 1984). Una elevada probabilidad de incurrir en dificultades financieras dificulta el acceso a la financiación externa, incluso pagando un elevado interés (Moreno Luzón, 1985). Este racionamiento de capital perjudica claramente la posibilidad de supervivencia de la empresa, al complicarse tanto la realización de proyectos rentables como la obtención de liquidez para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas por la empresa insolvente (Miller, 1962; Altman, 1984).

Las situaciones de insolvencia también pueden incrementar los costes laborales (Jensen y Meckling, 1976; Kim, 1978). Una estrategia de empresas insolventes para reorganizarse puede ser cancelar actividades menos productivas (Scherr, 1983). Esto puede significar el despido de una parte de la plantilla, o su recolocación, generando costes de despido, en el primer caso, o pérdidas de productividad, en el segundo, durante el tiempo que los trabajadores requieren para adaptarse a sus nuevos puestos de trabajo. Además, las empresas en esta situación pueden perder empleados clave para su actividad, o tener que realizar un esfuerzo económico importante para evitar que abandonen la empresa en caso de dificultades financieras (Weiss, 1990). Hay que tener en cuenta que la reducción de la plantilla no supone un incremento inmediato de la liquidez, por lo que las motivaciones para su realización pueden venir de otras fuentes. En este sentido, las reducciones de empleo

son más probables cuanto mayor es el nivel de endeudamiento de la empresa, especialmente cuando ésta consigue una reestructuración temporal de su deuda, mediante una extensión en su vencimiento. Además, esos cambios en la plantilla no aparecen necesariamente asociados a cierres de plantas o líneas de negocio, lo que significaría reducciones en la dimensión empresarial, puesto que pueden venir acompañados de inversiones simultáneas en activos fijos (Padilla y Requejo, 1996). Por lo tanto, parece necesario seguir profundizando en este tipo de relaciones, para lograr comprender si los cambios se realizan para incrementar la eficiencia de los proyectos de inversión, o si vienen motivados por los conflictos de intereses de los *stakeholders* y el cambio de poder de negociación que supone la aparición de dificultades financieras¹¹.

Una de las actuaciones posibles para tratar de solucionar la situación de insolvencia es la venta de activos para obtener liquidez. Sin embargo, el precio puede ser menor al de mercado por la situación de debilidad con la que la empresa se enfrenta a las negociaciones para la liquidación (Bulow y Shoven, 1978; Myers, 1984). Esto origina un coste de oportunidad, agravado si los activos liquidados tienen un carácter específico, y el sector también se encuentra en situación de crisis. Además, si la empresa se ve obligada a liquidar todos sus activos y cerrar, las ventajas fiscales se pierden, originando una nueva reducción de valor (Ang *et al.*, 1982; Morris, 1982). No obstante, la pérdida de ventajas fiscales no siempre se considera como un coste de insolvencia, puesto que generalmente aparece ligada directamente más con la ausencia de beneficios que con las propias dificultades financieras, si bien es cierto que las dos situaciones aparecen frecuentemente de manera simultánea. La liquidación de la empresa supone también una pérdida de valor de sus activos intangibles, como la inversión en publicidad o los gastos en investigación y desarrollo (Bradley *et al.*, 1984).

De manera resumida, en la tabla 1.9 se presentan los principales costes que pueden ser generados en una situación de insolvencia empresarial:

¹¹ Este tipo de actuaciones puede aparecer relacionado también con la estructura de capital de la empresa, el orden de prioridad en el cobro de las deudas y la distribución del control y los derechos residuales después de la reorganización.

Tabla 1.9: Fuentes de coste de insolvencia empresarial

	COSTE	AUTORES
COSTES DIRECTOS	Gastos administrativos, legales y judiciales	Warner (1977); Ang <i>et al.</i> (1982); Scherr (1988); Altman (1984); Weiss (1990); Betker (1997); Branch (2002); Brealey y Myers (2003)
COSTES INDIRECTOS	Reducción de ventas	Baxter (1967); Jensen y Meckling (1976); Altman (1984); Titman (1984); Weiss (1990); Opler y Titman (1994); Chen <i>et al.</i> (1997); Branch (2002)
	Deterioro de relación con proveedores	Miller (1977); Bowen <i>et al.</i> (1982); Weiss (1990)
	Subinversión y sobreinversión	Jensen y Meckling (1976); Myers (1977); Stiglitz y Weiss (1981); Castanias (1983); Jensen (1986); White (1996); Branch (2002)
	Desvío de atención de los directivos	Miller (1977); Warner (1977); Altman (1984); Weiss (1990); Jensen (1991)
	Racionamiento de crédito	Miller (1962); Altman (1984); Bradley <i>et al.</i> (1984); Myers y Majluf (1984); Moreno Luzón (1985);
	Costes laborales	Jensen y Meckling (1976); Kim (1978); Scherr (1983); Weiss (1990); Padilla y Requejo (1996)
	Venta de activos por debajo de precio de mercado	Bulow y Shoven (1978); Myers (1984)
	Pérdida de ventajas fiscales	Ang <i>et al.</i> (1982); Morris (1982); Bradley <i>et al.</i> (1984); Scherr (1988)

Fuente: elaboración propia

La determinación de la cuantía e importancia absoluta de los costes indirectos de insolvencia ha sido objeto de estudio en diversos trabajos que, aplicando distintas metodologías y aproximaciones, han tratado de superar las barreras que su cuantificación presenta puesto que, aún siendo el grupo de costes al que se le atribuye mayor importancia, son de difícil medición desde una perspectiva empírica.

Flath y Knoeber (1980) realizan un trabajo que incluye tanto costes directos como indirectos, especialmente los derivados de la interrupción de la marcha de la empresa, obteniendo resultados que sugieren la importancia relativa de los costes indirectos. Encuentran una relación significativa entre los costes de quiebra y los beneficios de explotación, aunque no detectan diferencias intersectoriales para los costes de insolvencia, puesto que los propios autores reconocen la dificultad de establecer una proxy que determine de manera definitiva la cuantía de los costes de insolvencia.

Los primeros trabajos que trataron de aproximarse empíricamente a la determinación de los costes indirectos de insolvencia partían de la base de que su consecuencia final es la disminución del beneficio de explotación de la empresa y de su nivel de ventas. No obstante, la complejidad estriba en discernir qué parte de esa disminución es motivada por ellos y cuál está asociada a otros factores que son en realidad causa, y no consecuencia, de la situación de insolvencia. Así, Altman (1984) define los costes indirectos como la disminución no esperada del beneficio de las empresas con una alta probabilidad de quiebra en periodos previos a la entrada en un procedimiento concursal. Aplicando un modelo de regresión, los resultados obtenidos fueron unos costes indirectos del 8.2% para las empresas de venta al por menor, cuantía que se incrementaba hasta el 13.9% para las empresas industriales, medidos como porcentaje del valor de mercado inmediatamente antes de la declaración. No obstante, esta aproximación presenta una limitación importante, puesto que la disminución inesperada de los beneficios puede ser resultado de la percepción de una elevada probabilidad de quiebra, pero también puede deberse a otros factores que, en realidad, son la causa de los problemas de insolvencia, agravados al haber sido utilizada una muestra de empresas que finalmente acabaron entrando en un procedimiento concursal. Así, la metodología aplicada por Altman (1984) presenta serios inconvenientes, porque no se puede determinar si la pérdida de beneficios es causada por las dificultades financieras o si estas dificultades son motivadas por la disminución en los beneficios empresariales (Wruck, 1990).

Tratando de minimizar los efectos de este problema, Opler y Titman (1994) utilizaron una muestra de empresas más amplia, que no sólo incluía a las que declararon formalmente su situación, sino que también contenía sociedades con una alta probabilidad de quiebra, al pertenecer a sectores en crisis y tener un elevado nivel de endeudamiento. Según los propios autores, la principal conclusión es que, en periodos de crisis financiera, las entidades endeudadas pierden una cuota de mercado significativa con respecto al resto, apoyada en los resultados que muestran que las empresas pertenecientes al decil de mayor endeudamiento dentro de sectores en crisis experimentan una reducción en sus ventas un 26% mayor que las del menor decil. No obstante, en este trabajo no se obtenía una medida de los costes de insolvencia, aunque sí que presenta conclusiones relevantes.

Utilizando como medida de clasificación el *Z score* de Altman (1968), Chen y Merville (1999) trataron de obtener evidencia de los costes indirectos, dividiendo su muestra en 3 grupos. El primero, en el que se incluyen empresas que pasaban de una buena situación a una de insolvencia, experimentaba una pérdida media anual de valor de mercado del 8.3%, mostrando la importancia y significación de los costes indirectos aunque, en este caso, tampoco se llega a una estimación de su magnitud. En este sentido, Andrade y Kaplan (1998) estiman que los costes indirectos se encuentran entre un 10 y un 17%, aunque los propios autores reconocen que estos resultados pueden estar sobreestimando su valor.

Pindado, Rodrigues y De la Torre (2004a) realizan un estudio de carácter internacional, para tratar de estimar los determinantes de los costes de insolvencia, usando muestras de diversos países que, a su vez, sean representativos de diferentes sistemas legales. De esta forma, obtienen que los costes de insolvencia aparecen negativamente relacionados con el nivel de endeudamiento, con la posesión de activos líquidos y con la política de inversión de la empresa. Además, encuentran una tendencia general a reducir la plantilla después de la aparición de signos de deterioro financiero en la empresa, y ponen de manifiesto la influencia de las diferencias institucionales sobre los costes de insolvencia empresarial.

1.4.1.3.- Agentes afectados por los costes de insolvencia

Como hemos podido comprobar, existen diversas fuentes de coste originadas por una situación de insolvencia, que pueden afectar, de manera directa o indirecta, al valor de la empresa. También pueden generar costes para el resto de las partes implicadas, por lo que, aunque no influyan de manera directa en la empresa, los problemas de insolvencia pueden presentar unos costes adicionales desde un punto de vista global. Siguiendo la clasificación realizada por Branch (2002), podemos dividir los costes de las dificultades financieras en tres categorías¹²:

1. Costes reales soportados directamente por la empresa insolvente.

¹² Hay que señalar que Branch (2002) incluye una cuarta categoría de costes reales, soportados por otras partes distintas de la empresa y sus *stakeholders*, que, no obstante, no considera especialmente relevante.

2. Costes reales soportados directamente por los interesados (pero no por la empresa).
3. Pérdidas para la empresa insolvente compensadas por ganancias de otras entidades.

Las tres son relevantes para determinar el impacto de los costes de insolvencia en la estructura de capital óptima de la empresa, y para la definición del tamaño y la composición de la prima por el riesgo que le será exigida. Sin embargo, para evaluar la eficiencia de un sistema concursal sólo será necesario considerar, desde un punto de vista global, las dos primeras categorías.

Dentro de la primera aparecen los costes directos ya analizados, como pagos generalmente realizados a profesionales externos como consecuencia de su intervención en todo el procedimiento. También se incluyen los consumos internos de recursos puestos de manifiesto anteriormente, como el desvío de atención de los directivos, y la dedicación, por parte de los empleados y directivos de la empresa, a actividades no directamente relacionadas con su labor habitual como consecuencia de los problemas de insolvencia.

En la segunda categoría se incluyen los costes soportados directamente por los diferentes interesados en la empresa, tales como los accionistas, los acreedores ordinarios, bancarios y los proveedores, el Estado, empleados actuales y pasados, etc. En muchas ocasiones, este tipo de costes reflejan de manera indirecta la situación de la empresa y, por lo tanto, son una fuente de costes indirectos para ella.

En este caso también figuran los pagos directos a terceras partes por su intervención en el proceso, tanto por una labor consultiva como por una intervención más directa. También aparecen costes de oportunidad por consumos de tiempo dedicado a todo lo relativo al procedimiento concursal que, generalmente, se producirán en mayor escala en los grandes acreedores o en las entidades de crédito involucradas en el proceso, puesto que tendrán un mayor interés en controlar que se respeten sus derechos en todo el procedimiento. Este tipo de costes aparecen directamente relacionados con los conflictos de intereses de los distintos partícipes de la negociación, que fuerzan una intervención activa para asegurar que la solución adoptada no favorezca a un tipo de acreedores en perjuicio del resto.

Para los acreedores con deuda negociable, las dificultades financieras de la empresa pueden suponer una reducción en la liquidez de sus títulos en el mercado. Éstos fueron adquiridos inicialmente en un momento de viabilidad, por lo que los problemas de insolvencia les pueden suponer dos tipos de costes: por un lado, los intereses futuros a percibir perderán valor según se va reduciendo el valor de mercado de la propia empresa. Por otro lado, el valor se reduce aún más desde el momento en que se limita su posibilidad de negociación, lo que puede imposibilitar al inversor que posee esos títulos deshacer su posición, alcanzando su máxima expresión si se produce la exclusión de la negociación¹³.

Por último, la tercera categoría, que recoge las pérdidas de la empresa compensables con ganancias de otras entidades, generalmente sus propios competidores, incluye las pérdidas en la cuota de mercado, que vendrán motivadas por los problemas en su relación con proveedores y sus empleados, y por la percepción negativa que transmite a los clientes potenciales. No obstante, esas pérdidas supondrán una fuente de ganancia para sus competidores, que verán incrementado su mercado potencial (Chang y McDonald, 1996), aunque ese efecto compensatorio no siempre se realiza entre magnitudes equivalentes. Además, las empresas insolventes se centrarán excesivamente en el corto plazo, conduciéndoles, en ocasiones, a desechar proyectos de inversión rentables. Una parte de este coste será compensado si esos proyectos son realizables por otras empresas del mercado lo que, en realidad, conduciría a una transferencia de valor entre las entidades. No obstante, habrá una parte importante de este efecto que no se pueda compensar, más acusado si la aportación de valor de la nueva inversión era de carácter específico para la empresa en dificultades. Por último, si para solucionar sus problemas la empresa tiene que vender sus activos por un precio inferior al de mercado, el comprador aprovechará para obtener ganancias obteniendo activos necesarios para su actividad productiva a un precio menor.

Tras realizar una revisión de los trabajos que tratan de estimar la cuantía de los costes de insolvencia, Branch (2002) trata de determinar cuál sería, por término

¹³ De manera indirecta, esto se refleja en un problema de encarecimiento y racionamiento de crédito para la empresa insolvente, coste indirecto que ya habíamos analizado anteriormente desde la perspectiva de la empresa.

medio, el coste total de insolvencia. Siguiendo el esquema establecido en su trabajo, los costes de quiebra pueden venir cuantificados tal y como se observa en la tabla 1.10:

Tabla 1.10: Costes de quiebra para la empresa y los *stakeholders*

COSTES DE INSOLVENCIA	% PDV¹⁴	AUTORES
<i>Costes Directos</i>		
Pagos realizados a profesionales	3.1-4.3%	Warner (1977); Altman (1984); Weiss (1990); Betker (1997)
Costes previos a la entrada	0.65%-2.51%	Gilson <i>et al.</i> (1990); Betker (1997)
Consumos de recursos internos	0.7-1.4%	Branch (2002)
<i>Total costes directos</i>	<i>4.45-8.21%</i>	
Costes indirectos	5-13.9%	Altman (1984); Andrade y Kaplan (1998); Chen y Merville (1999); Branch (2002)
<i>Total costes para la empresa</i>	<i>9.45-22.11%</i>	
<i>Costes para los stakeholders</i>		
Costes de vigilancia	2.4%	Platt (1994)
Costes por reducción en la negociación de los títulos	1.25-1.75%	Branch (2002)
<i>Total Costes para los stakeholders</i>	<i>3.65-4.15%</i>	
TOTAL COSTES DE QUIEBRA	13.1-26.25%	

Fuente: Adaptación de Branch (2002) y elaboración propia

En efecto, los costes totales de insolvencia suponen un porcentaje importante sobre el valor de la empresa antes de los problemas de insolvencia, teniendo en cuenta, además, que aún resulta necesario profundizar en la estimación de varias de las categorías descritas con anterioridad, de las que no ha sido posible determinar su coste de manera concreta hasta el momento.

Otro aspecto que ha centrado la atención de los investigadores, relacionado con la importancia relativa de los costes de insolvencia, es su relación con el tamaño de la empresa. Warner (1977) señala que una parte importante de estos costes son fijos, lo que origina la aparición de “economías de escala” con respecto a los costes directos de quiebra. Estima unos costes directos que, por término medio, son del 5.3% del valor de la empresa, pero que suponen el 9.1% en el caso de las empresas pequeñas, mientras que ese porcentaje se reduce al 1.7% para las grandes. Para

¹⁴ Los costes de insolvencia se presentan como porcentaje del valor de la empresa antes de las dificultades financieras (*pre-distress value* - PDV).

comprobar la existencia de ese efecto, estima la correlación entre el ratio de costes sobre el valor de la empresa y el valor total, encontrando que son negativas y estadísticamente significativas. Con un ámbito de estudio más amplio, Ang *et al.* (1982) ven ratificada esta hipótesis de “efecto escala” a través del contraste de que la función que relaciona los costes de quiebra con el valor de mercado en el momento de la declaración tiene forma cóncava, mediante la estimación de ecuaciones de regresión logarítmicas y cuadráticas. En un estudio para el sector de transporte por carretera, Guffey y Moore (1991) también ponen de manifiesto esa correlación inversa entre los costes de insolvencia y el tamaño de la empresa.

Sin embargo Weiss (1990), estimando un modelo de regresión de los costes como función cuadrática del valor del activo, presenta una alta correlación entre el activo y los costes de quiebra, pero rechaza la hipótesis de que siguen una función cóncava con respecto al tamaño de la empresa. La explicación aportada para la desviación de sus resultados con respecto a los trabajos anteriores es el cambio de legislación concursal que se produjo en Estados Unidos en 1978, y que podría afectar al efecto escala de los costes de insolvencia. Sin embargo, Deis *et al.* (1995) realizan una reestimación de los datos utilizados en el artículo de Weiss (1990), donde el “efecto escala” sí que se mantiene después de la reforma legal de 1978 y reflejan que los resultados de Weiss se veían sesgados por la presencia de una única empresa, *The Manville Corporation*, que presentaba un tamaño ocho veces superior a la media del resto de las empresas de la muestra, y cuya declaración de insolvencia se produjo bajo circunstancias especiales, que no resultaban representativas de los típicos casos de insolvencia empresarial. Su exclusión del análisis permite contrastar la hipótesis de existencia de un “efecto escala” en los costes de quiebra con respecto al tamaño de la empresa, independientemente de la reforma concursal llevado a cabo a finales de los setenta.

1.4.2.- LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA Y LOS COSTES DE QUIEBRA

La importancia de los problemas de insolvencia en la determinación de la estructura óptima de capital de la empresa parte del trabajo original de Modigliani y Miller (1958) que, aunque no considera de manera explícita los costes de quiebra en

su modelo formal, sí recoge la posibilidad de que aparezcan, aunque sea de manera temporal, problemas de insolvencia, lo que, implícitamente, viene a reconocer su posible existencia, y que ésta podría resultar relevante (Altman, 1984). En su propuesta, Modigliani y Miller (1958) establecen que los propietarios son indiferentes a la estructura financiera de la empresa, puesto que su valor de mercado es independiente de la forma en que los proyectos de inversión son financiados. Es decir, bajo determinadas circunstancias, el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital, por lo que tanto para los accionistas como para los acreedores es indiferente si la empresa se financia completamente con fondos propios o ajenos. A partir de este postulado, se han desarrollado diversos estudios que, relajando las hipótesis de partida del modelo, han tratado de encontrar la influencia de la política de endeudamiento sobre el valor de mercado¹⁵.

Los primeros intentos se realizaron relajando la premisa de inexistencia de impuestos que graven el beneficio empresarial. La introducción de un sistema impositivo con deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda hace que la política de endeudamiento sea relevante, puesto que el valor del ahorro fiscal pasaría a ejercer una influencia positiva sobre el valor de la empresa a medida que ésta incrementa su nivel de financiación ajena, originando que la estrategia óptima sea la de máximo endeudamiento (Modigliani y Miller, 1963)¹⁶. Sin embargo, la falta total de concordancia de este postulado con la estructura de capital real de las empresas, hizo necesario orientar las investigaciones hacia la búsqueda de otras imperfecciones que ejerzan su influencia en sentido contrario al ahorro fiscal de la deuda¹⁷. Una primera explicación fue la existencia de un efecto compensación, o *trade off*, entre las ventajas fiscales de la deuda y los costes de insolvencia que se originaban por un exceso de financiación ajena. No obstante, la teoría sobre la estructura de capital también ha seguido avanzando por caminos diferentes, entre los que destacan principalmente las teorías basadas en los costes de agencia, en la asimetría de la

¹⁵ Dos hipótesis de partida fundamentales del modelo son la ausencia de impuestos y de costes derivados de la existencia de dificultades financieras.

¹⁶ Mackie-Mason (1990) obtiene evidencia empírica consistente con esta proposición de efecto positivo de la deducibilidad fiscal de los intereses sobre el valor de la empresa.

¹⁷ Una primera imperfección que puede llegar a eliminar, o al menos reducir, las ventajas impositivas de la deuda es la introducción de los impuestos personales (Miller, 1977; DeAngelo y Masulis, 1980). Además, hay que considerar otro tipo de ventajas fiscales independientes del endeudamiento, que afectarán a la relevancia del efecto impositivo (Titman y Wessels, 1988).

información, las interacciones entre los mercados de productos, el control corporativo o la estructura de jerarquía de preferencias¹⁸. No obstante, la posibilidad de que la empresa atravesase por problemas de insolvencia sigue siendo parte de la explicación de la estructura óptima de capital, en mayor o menor medida, en todas ellas.

1.4.2.1.- La teoría del *trade off*

La posibilidad de que la empresa atravesase por dificultades financieras, y que éstas sean costosas, ha sido presentada en la literatura como uno de los factores que reducen la tendencia al endeudamiento fruto del ahorro fiscal de la deuda. La introducción de costes producidos por la insolvencia empresarial permite contemplar un modelo real de decisiones financieras, basado en la relación de intercambio, o *trade off*, entre los beneficios fiscales y los costes de quiebra (Robichek y Myers, 1966; Baxter, 1967). Cuanto mayor sea el endeudamiento, mayores serán las cargas fijas a las que debe enfrentarse la empresa y mayor será la probabilidad de no poder afrontarlas lo que, de manera directa, supone una mayor probabilidad de aparición de costes de insolvencia. Por su parte, cuanto mayor sea el valor esperado de esos costes, menor será el flujo neto de caja total esperado por sus accionistas y acreedores y, por lo tanto, menor será el valor de la empresa en el mercado. Esto hace que la existencia de costes de dificultades financieras actúe desincentivando el recurso al endeudamiento como fuente única de financiación. La estructura financiera óptima se alcanzará cuando el coste marginal de un aumento en la posibilidad de dificultades financieras, en términos de valor de la empresa, compense exactamente la ventaja marginal del ahorro impositivo de la deuda (Morris, 1982).

Con este modelo resulta de interés definir cuál es el límite de endeudamiento de la empresa, y si éste coincide o no con la estructura de capital óptima. Myers y Pogue (1974) definen tres fuentes que pueden limitar el acceso al endeudamiento: por un lado, la resistencia de los proveedores de fondos a seguir financiando la empresa a partir de un determinado nivel, es decir, una limitación derivada del racionamiento de crédito para cuando alcanza un determinado nivel de deuda. Por

¹⁸ Para una revisión de las principales aportaciones en cada una de estas teorías ver Azofra (1987); Miguel (1990) y Harris y Raviv (1991).

otro lado, la resistencia por parte de los accionistas, por la probabilidad de que se produzca una situación de quiebra una vez rebasado un determinado umbral de recursos ajenos, lo que podría suponer una pérdida de control de la empresa. Por último, por la aversión al riesgo de los directivos, que también puede conducir a fijar un límite máximo al endeudamiento. En los tres casos, el endeudamiento puede verse limitado por la probabilidad de insolvencia de la empresa, puesto que afectará a las motivaciones restrictivas de los tres grupos descritos¹⁹.

Este límite máximo en el nivel de deuda supondrá un problema grave cuando se alcance antes de haber conseguido la estructura financiera óptima, lo que haría inútil la búsqueda de una estructura de capital que no resulta posible conseguir. Sin embargo Kim (1978), en un contexto de equilibrio general, utilizando el modelo de valoración de activos financieros CAPM²⁰ y Turnbull (1979), partiendo de hipótesis de clases homogéneas de riesgo, obtienen que la estructura óptima de capital implica una menor financiación ajena que la capacidad máxima establecida por el mercado de capitales, lo que supone que el punto óptimo se alcanza antes de llegar al límite de endeudamiento.

El modelo de *trade off*, que postula que el logro de una estructura de capital óptima requiere alcanzar un equilibrio entre los costes y los beneficios derivados de la utilización de la deuda como fuente de financiación, ha sido contrastado por diversos autores, tanto desde planteamientos teóricos como empíricos. Trabajos como el de Jalilvand y Harris (1984) o Titman y Wessels (1988) defienden que existe evidencia acerca de cómo las empresas actúan ajustando su estructura financiera hacia un ratio objetivo, que se puede considerar óptimo.

Este modelo de *trade off*, sin embargo, no fue generalmente aceptado, sino que generó gran controversia entre los autores que proponían la importancia de los costes de quiebra como factor determinante, *ex ante*, de las decisiones de financiación²¹ y los que defendían que, con respecto a la ventaja fiscal de la deuda, la

¹⁹ Los acreedores, al percibir que una situación de insolvencia puede reducir su capacidad de cobro, los accionistas por la pérdida de valor de sus activos y la posible transferencia de riqueza hacia los acreedores y los directivos por la posibilidad de pérdida de su puesto en caso de quiebra empresarial.

²⁰ *Capital Asset Pricing Model*. Sharpe (1964); Lintner (1965) y Mossin (1966).

²¹ Stiglitz (1972); Kraus y Litzenberger (1973); Scott (1976); Kim (1978); Brennan y Schwartz (1978); Litzenberger y Van Horne (1978) o Turnbull (1979), entre otros.

importancia relativa de este tipo de costes era insignificante²². Miller (1977) defiende que los costes de quiebra, además de su reducida cuantía, resultan irrelevantes para la determinación de la estructura óptima de capital, apoyándose en los trabajos empíricos realizados hasta ese momento, que encontraban que no eran suficientes para compensar el ahorro fiscal proveniente del endeudamiento (Warner, 1977). Sin embargo, aunque reconoce que hay una serie de costes que no había sido posible cuantificar hasta ese momento, establece un argumento más fuerte para defender su tesis de irrelevancia. Independientemente de su elevada cuantía en valor absoluto, la empresa puede evitar la posibilidad de quiebra emitiendo títulos de deuda cuyos pagos estén ligados a la generación de ingresos (*income bonds*). Como estos títulos son poco utilizados, concluye que los costes de quiebra deben ser pequeños. Sin embargo, la utilidad de estos títulos frente a los ordinarios está directamente ligada con el diferencial de intereses a pagar. Los problemas de agencia que surgen una vez que este tipo de títulos han sido emitidos pueden reducir la propensión a utilizarlos, incluso si los costes de insolvencia son elevados²³.

Fama (1978) y Haugen y Senbet (1978, 1988) defienden que los problemas de insolvencia que supongan una fuente de coste para la empresa podrían evitarse a través de soluciones más eficientes, apoyando sus hipótesis en la existencia de procesos de arbitraje que permitirían eliminar este tipo de costes. Haugen y Senbet (1978) distinguen dos situaciones diferentes, la liquidación y la quiebra, que tendrán implicaciones distintas. Los costes asociados a la liquidación son independientes de la estructura de capital, puesto que la decisión de liquidar puede ser contemplada como una decisión de inversión, o más bien de desinversión, que será tomada cuando el valor de liquidación sea mayor que el valor de mercado de la empresa en funcionamiento, independientemente de la composición de su estructura financiera, e incluso de su situación de solvencia. Sin embargo, si la empresa está en quiebra, entendida como la situación en la que no puede hacer frente a sus pagos con la

²² Aunque en un principio sólo se consideraban los costes originados por los mecanismos formales de resolución, posteriormente se ha ido añadiendo una mayor tipología de costes indirectos y los generados por los mecanismos informales, que gozan de sus propias fuentes de coste específicas.

²³ La empresa tendrá incentivos a reducir el pago de intereses, lo que podría dar lugar a prácticas de “contabilidad creativa”, que tratarán de reducir el nivel de ingresos presentado por la compañía y, por lo tanto, perjudicar los intereses de los acreedores que habían adquirido ese tipo de títulos, que exigirán una mayor rentabilidad *ex ante* para compensar el exceso de riesgo relacionado con este tipo de prácticas por parte de la empresa.

liquidez de la que dispone, se puede optar por una reorganización a través de mecanismos formales, que generalmente supone la transferencia de la propiedad de los accionistas a los acreedores, o por una reorganización informal que consista en emitir nuevas acciones con el objeto de adquirir la deuda en circulación. Mientras que la solución en caso de seguir la vía formal genera tanto costes directos como indirectos, la reestructuración privada sólo genera costes de transacción, por lo que los costes de quiebra vendrán limitados por la mejor de ambas soluciones que, en condiciones de racionalidad de las partes afectadas, será la reorganización informal. Siguiendo este planteamiento, los costes totales de insolvencia estarán limitados a los costes de emisión de capital, como solución alternativa ante los problemas de insolvencia. Es decir, que los únicos costes relevantes serán los costes de transacción, cuyo valor actual será menor que el de las ventajas fiscales que proporciona la deuda.

Este planteamiento se enfrenta a dos limitaciones importantes, que pueden hacer que sus conclusiones no sean directamente aplicables a la realidad de la estructura financiera empresarial y la importancia que para ello tienen los costes de insolvencia. Por un lado, por la vinculación existente entre la decisión de liquidación y la estructura de capital y, por otro, por los impedimentos existentes para la realización de procedimientos informales.

Por lo que se refiere a la primera, Titman (1984) realiza una crítica al planteamiento anterior dentro del marco de la teoría de los propietarios de los recursos (*stakeholder theory*), que sigue un razonamiento similar a la teoría financiera de la agencia, pero teniendo en cuenta los efectos y el comportamiento de todos los grupos que forman parte de la empresa²⁴. En este caso, habrá que tener en cuenta el perjuicio que el resto de los grupos, diferentes de los accionistas y obligacionistas, sufren como consecuencia de la liquidación de la empresa. Éste será anticipado por los distintos agentes y trasladado de forma *ex ante* a la empresa, lo que en realidad supone una aparición de un coste de liquidación, reducido notablemente con el mantenimiento de un ratio de endeudamiento moderado en la empresa. Además, en el planteamiento de Haugen y Senbet (1978) subyace una hipótesis muy restrictiva relativa al mercado de los activos reales de la empresa,

²⁴ Una completa revisión de las principales aportaciones en este campo se puede contemplar en Andrés Alonso (1998).

puesto que para que la decisión de liquidación sea independiente de la situación de insolvencia, se está asumiendo que el valor que se puede obtener por los activos es igual para una empresa quebrada que para una en funcionamiento que, como hemos visto, es una de las barreras principales para la solución de los problemas de insolvencia a través de la venta de activos.

La segunda limitación que presenta el planteamiento de Haugen y Senbet (1978) es la existencia de impedimentos a las resoluciones informales, y los costes que este tipo de mecanismos pueden generar, como los problemas de coordinación de los acreedores, la asimetría en la información o los conflictos de intereses entre las diferentes partes de la negociación (Gilson *et al.*, 1990)²⁵. Además, aunque los costes de emisión de nuevos títulos sean pequeños en relación con la ventaja impositiva (Smith, 1977), hay que tener en cuenta el resto de circunstancias que afectan a una emisión de títulos cuando la empresa atraviesa dificultades financieras, que pueden incrementar los costes de manera sustancial. Por un lado, supone un consumo de tiempo para los directivos de la empresa, que deberán ocuparse de que la nueva emisión se pueda llevar a cabo. Además, la obtención de fondos no se produce de manera inmediata, lo que puede suponer, para una empresa con problemas de insolvencia, que la financiación no se consiga antes de tener que iniciar un procedimiento concursal. Por último, la emisión de nuevas acciones supone enviar una señal negativa al mercado, lo que llevará a una reducción en la riqueza de los accionistas (Myers y Majluf, 1984). Esta señal puede confirmar la percepción que los mercados tengan sobre la delicada situación de la compañía, por lo que la reacción será aún más severa que en el caso de empresas solventes.

No obstante, este tipo de impedimentos no ha de implicar, necesariamente, costes significativos dentro de la teoría de la estructura de capital óptima, puesto que pueden ser eliminados mediante el diseño de contratos financieros (Senbet y Seward, 1995). Sin embargo, si contemplamos las dificultades financieras con un mayor plazo, aparecen repercusiones que el planteamiento de Senbet y Seward (1995) no puede solucionar. Así, Gilson (1997) pone de manifiesto que, una vez que la empresa ha comenzado a sufrir problemas de insolvencia, le resulta extremadamente costoso

²⁵ Todo lo relativo a los procesos informales de resolución de los problemas de insolvencia se trata, de manera detallada, en el siguiente epígrafe de este capítulo.

reducir su nivel de deuda hasta una situación óptima, lo que hace que la empresa quede prácticamente “atrapada” en una situación excesivamente endeudada. La expectativa de estas consecuencias generará incentivos *ex ante* para mantener un ratio de endeudamiento no demasiado elevado, y con unas características que permitan su reestructuración, llegado el caso, a un menor coste.

Por último, para el caso español, Miguel y Pindado (2001) encuentran una relación inversa entre los costes de las dificultades financieras y el grado de endeudamiento empresarial, explicado por la mayor prima por el riesgo demandada por los inversores ante mayores niveles de riesgo en la empresa.

1.4.2.2.- La teoría de la agencia

Los costes de insolvencia no son los únicos factores que pueden afectar a la propensión al endeudamiento que suponen las ventajas fiscales. Desde una perspectiva de agencia, la teoría que se ocupa de la toma de las decisiones financieras de la empresa deja de ser un capítulo de la teoría de los mercados de capitales para convertirse en una teoría de los contratos financieros, la teoría financiera de la agencia (Azofra y Miguel, 1992). Dentro del marco conceptual de esta teoría, la empresa se convierte en una ficción legal que sirve como nexo de las relaciones contractuales entre los distintos agentes económicos individuales, caracterizándose por la existencia de derechos residuales divisibles sobre los activos y los flujos de caja generados por la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Además, se contempla la estructura de capital de la empresa como un conjunto de contratos financieros, y se considera la participación de los accionistas en la propiedad de la empresa también como una ficción legal. La teoría de la agencia estudia los problemas que se plantean por las divergencias de intereses producidas entre las distintas partes que se relacionan mediante un contrato de agencia. En este tipo de contratos pueden surgir problemas originados por la existencia de conflictos de intereses entre el principal y el agente, producidos cuando las actuaciones realizadas por este último no pueden ser observadas, ni inferidas, directamente a partir de variables observables. Se trata, por lo tanto, de un problema de asimetría de la información, que hace que el principal no pueda controlar que la actuación del agente no se realice buscando la maximización

de su propia función de utilidad, en lugar de perseguir la maximización de la utilidad del principal, para lo que inicialmente ha sido contratado.

En condiciones de certeza, y en un entorno de contratos completos, los problemas de agencia se solucionan mediante el establecimiento de cláusulas, que recojan todas las posibles contingencias que puedan ocurrir una vez que el contrato ha sido realizado. Sin embargo, esto no va a ser posible en un entorno de incertidumbre, en el que los contratos no van a poder incluir todas las contingencias posibles *ex-ante*, por lo que van a aparecer los problemas de agencia originados por los conflictos de intereses y la asimetría de la información. La incertidumbre, de esta forma, se va a manifestar en la inobservabilidad del comportamiento del agente por parte del principal y en la existencia de información asimétrica.

Una característica diferencial de la teoría financiera de la agencia va a ser la separación que se establece entre los inversores situados dentro y fuera de la empresa. Los primeros serán los directivos y los accionistas internos a la dirección, que van a tener acceso a mejor y mayor cantidad de información y que controlan la empresa. Los inversores externos, obligacionistas y accionistas externos a la dirección, aportan capital y normalmente no pueden observar el comportamiento de los internos sin incurrir en diversos costes, por lo que van a tener peor información acerca de las expectativas de la empresa. De esta forma, podemos ver como el tratamiento que la teoría financiera da a los problemas de agencia se aproxima al problema planteado por las teorías *gerencialistas* acerca de la separación entre la propiedad y el control.

Se pueden identificar cinco categorías de problemas, dentro de la teoría financiera de la agencia (Barnea, Haugen y Senbet, 1985): En primer lugar, el incentivo que van a tener los accionistas internos a la dirección de consumir beneficios no pecuniarios. En segundo lugar, aparece el problema de subinversión, que se produce por el incentivo que van a tener los accionistas para rechazar la realización de proyectos de inversión rentables si los beneficios repercuten únicamente en los acreedores que han financiado su realización. Otro problema va a ser el riesgo de sobreinversión, con el que los accionistas pueden intentar expropiar riqueza a los obligacionistas, mediante la realización de proyectos de inversión

excesivamente arriesgados, incluso con valor actual neto negativo²⁶. Otra categoría de problemas de agencia van a ser los costes de quiebra, asociados a la divergencia de intereses entre accionistas y obligacionistas cuando aparecen problemas de insolvencia financiera en la empresa. Por último, nos encontramos con la existencia de información asimétrica entre la dirección de la empresa y el mercado de capitales en el que se negocian sus títulos.

Todos ellos se pueden agrupar en tres categorías: problemas de agencia que surgen entre los accionistas internos y externos a la dirección, originados por la separación existente entre la propiedad y el control; los que se plantean en la relación de los accionistas y los acreedores, originados por la existencia de cláusulas de responsabilidad limitada en los contratos financieros; y por último, la asimetría de la información entre la dirección de la empresa y el mercado de capitales en el que se negocian sus títulos, ligada directamente con la teoría de señales, que estudia cómo las decisiones de política financiera de la empresa actúan como mecanismo señalizador de la situación empresarial, para superar los problemas de asimetría de la información que existen en la relación de la empresa con sus aportantes de capital.

Los conflictos que originan los problemas de agencia se van a reflejar en unos costes vinculados a las divergencias de intereses entre las partes de un contrato de agencia, siempre que los mercados de capitales y de trabajo no actúen como mecanismos eficientes de control²⁷. Los costes de agencia van a englobar todos los costes contractuales relacionados con los costes de transacción, costes derivados del riesgo moral, y costes derivados de la información asimétrica, característicos de una relación de agencia en condiciones de incertidumbre. Podemos identificar estos costes con los de formación, seguimiento y cumplimiento del contrato de agencia (Azofra, 1987).

Más concretamente, Jensen y Meckling (1976) resumen las fuentes de estos costes de agencia. En primer lugar, las imperfecciones del mercado que impiden al agente revelar al principal, sin incurrir en costes, la verdadera naturaleza de la

²⁶ Ver Jensen y Meckling (1976), Myers (1977) y Myers y Majluf (1984), dónde se analizan los problemas de subinversión y sobreinversión.

²⁷ Diferentes imperfecciones de los mercados, como pueden ser la existencia de costes de transacción, costes de información o limitaciones al endeudamiento personal, pueden hacer que los mercados no consigan anular los costes de agencia completamente.

empresa. Esta fuente de costes se origina claramente por un problema de asimetría en la información. La segunda fuente es la utilización privilegiada de los bienes de la empresa por parte de los agentes, reduciendo el valor para el resto de los partícipes. También aparecen otras fuentes alternativas de costes de agencia, como la pérdida de clientes en empresas que comercializan bienes con necesidad de servicio post-venta, y que se pueden ver desincentivados a comprar en una empresa con unos altos costes de agencia, que aumenten su probabilidad de quiebra, y por tanto, de cumplir con el servicio ofrecido para los momentos posteriores a la compra (Titman y Wessels, 1988).

Los costes de agencia en la empresa están vinculados, bien a la relación de endeudamiento, con los esfuerzos que los acreedores realizan para asegurarse el cumplimiento de sus contratos, o bien a la relación de propiedad, esto es, los costes originados por el control que los propietarios deben ejercer para asegurarse que las decisiones directivas se encaminan a la maximización del valor para el accionista.

En el estudio de los costes de agencia, nos podemos encontrar con tres tipos fundamentales de costes (Jensen y Meckling, 1976):

En primer lugar, los costes de oportunidad resultantes del impacto de la deuda y del capital externo sobre las decisiones de inversión, definidos como la pérdida de valor sufrida por el principal, originada por las decisiones que toma el agente encaminadas a su satisfacción personal, y no a la maximización del valor para el principal. Una segunda clase de costes son los costes de supervisión y fianza. Como ya hemos comentado anteriormente, cuando los partícipes tratan de maximizar su propia función de utilidad, existen comportamientos oportunistas por parte del agente que pueden perjudicar al principal. Sin embargo, éste puede establecer una serie de incentivos y controles que hagan que sus intereses se alineen con los del agente, aunque para ello deba incurrir en una serie de costes con el objetivo de supervisar su actuación. Sin embargo, también nos podemos encontrar con otro tipo de actuaciones, en las que va a ser el agente quién esté dispuesto a incurrir en costes que garanticen su actuación en interés de la maximización de la utilidad del principal. Este tipo de costes de fianza se realiza por parte del agente con el objetivo de mejorar el clima en la relación contractual. Ejemplos de ello serán la inclusión de cláusulas

restrictivas en sus contratos, la aportación de avales o la inversión del equipo directivo en la adquisición de reputación (Rodríguez Sanz, 1997). Tanto los costes de supervisión como los de fianza son de carácter explícito, derivados de la formalización, administración y cumplimiento de los contratos de agencia que responden a la voluntad del principal y del agente de garantizarse mutuamente la adopción de decisiones óptimas desde el punto de vista del principal (Azofra, 1987).

El tercer y último tipo de coste de agencia corresponde a los costes de quiebra y reorganización, directamente relacionados con la utilización de deuda en la financiación empresarial. Este tipo de financiación puede provocar, en determinadas situaciones, la aparición de problemas de insolvencia financiera, cuando la empresa no pueda hacer frente a los pagos que origina la realización de su actividad económica. En un entorno de incertidumbre, el resultado económico va a tener un marcado carácter aleatorio, lo que puede hacer que no alcance la cantidad que la empresa debe pagar a sus acreedores, arrastrándola a una situación de insolvencia. Tanto si las dificultades financieras terminan con la liquidación, como si se consigue realizar una reestructuración, van a aparecer distintos costes de agencia, directamente generados por la probabilidad de que se produzca una situación de quiebra.

Todos estos conflictos de agencia van a tener una implicación sobre la determinación de la estructura óptima de capital, aunque existen distintas soluciones posibles para ellos, como puede ser el establecimiento de un adecuado sistema de incentivos salariales para la dirección, facilitar los procesos de toma de control por parte de inversores externos, que amenacen la estabilidad del puesto de trabajo de los directivos, o recurrir al endeudamiento como mecanismo de control de la actuación discrecional de la dirección (Grossman y Hart, 1982). De los tres mecanismos citados, el endeudamiento se presenta como el más accesible, dada la dificultad de establecer incentivos salariales que alineen completamente los intereses de los directivos y los accionistas en un entorno complejo, con existencia de incertidumbre y de contratos incompletos.

Grossman y Hart (1982) analizan cómo la deuda puede actuar como mecanismo de control del comportamiento directivo, teniendo presente la posibilidad de que la empresa atraviese por problemas de insolvencia. El empleo de los recursos

generados por la empresa para satisfacer los objetivos particulares de la dirección se traduce en un incremento de la probabilidad de quiebra, que será aún más relevante cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento. Esto supone una amenaza para los directivos, que si se llega a producir finalmente la insolvencia, pueden perder tanto la posibilidad de generar beneficios no pecuniarios como el resto de los componentes de su función de utilidad (remuneración y valor de mercado de la empresa). De esta manera, se puede constatar como la emisión de deuda va a limitar el comportamiento discrecional del directivo, alineando sus intereses con los de los accionistas y solucionando así este primer conflicto de agencia.

Además del incremento de la probabilidad de quiebra como medida disuasoria para evitar comportamientos oportunistas de los directivos, Jensen (1986) propone una vía adicional, por la que el aumento en el nivel de endeudamiento puede ayudar a solucionar los conflictos de intereses entre los accionistas y los directivos de la empresa. Así, la existencia de un mayor nivel de deuda reduce los *flujos libres de caja* en manos de los directivos de la empresa. En este caso, aparece una nueva divergencia, puesto que los accionistas preferirán la distribución de esos fondos, ya que no pueden invertirse en proyectos rentables para la empresa, mientras que la dirección tendrá preferencia por su retención dentro de la organización, para así poder disponer de ellos con otros fines distintos a los de la maximización del valor, o incluso para evitar el someterse a la disciplina del mercado cuando posteriormente se necesite nueva financiación para acometer otros proyectos de inversión.

De forma análoga, Stulz (1990) determina una estructura financiera óptima, en la que el beneficio proporcionado por la deuda al impedir que se lleven a cabo proyectos de inversión de valor actual neto negativo, se ve compensado con la desventaja que supone el impedir el acceso a proyectos de inversión que sí resulten rentables. De esta forma, el nivel de endeudamiento será elevado para aquellas empresas que generen un gran volumen de tesorería y posean escasas oportunidades de crecimiento, conclusión a la que también llega Jensen (1986) en su análisis de la estructura financiera mediante el problema del *free cash flow*.

Por último, nos encontramos con el análisis realizado por Harris y Raviv (1990), centrado en la decisión de liquidación. La dirección intentará continuar con

la actividad de la empresa, aún cuando su valor de liquidación esté por encima de su valor como empresa en funcionamiento. La utilización de deuda otorga a los inversores la posibilidad de forzar la liquidación de la empresa si la rentabilidad ofrecida por su actividad no es la suficiente. De su análisis, extraen la conclusión de que las empresas con un mayor valor de liquidación, con gran proporción de activos intangibles, recurrirán en menor medida al endeudamiento como forma de financiación, conclusión semejante a la alcanzada por Williamson (1988).

En definitiva, se observa que el nivel de deuda puede desempeñar una función supervisora de la actuación directiva, dado que el aumento de la probabilidad de quiebra perjudicaría los intereses de los gerentes, y alinear los comportamientos directivos con los intereses de los accionistas en la búsqueda de un objetivo financiero común de maximización de valor de la empresa (Hart y Moore, 1995). Para el caso español, Menéndez (2001) ha comprobado cómo la elección del nivel de endeudamiento se ve condicionada por la asimetría de la información entre accionistas, directivos y acreedores, que actúan como límite en la capacidad de inversión de las empresas²⁸.

1.4.2.3.- Asimetría de la información

El problema de la asimetría informativa es uno de los principales factores que originan los conflictos de agencia. Tanto los conflictos existentes entre accionistas internos y externos como los que aparecen entre acreedores y accionistas tienen su origen en información desigualmente distribuida, provocando la aparición de los distintos costes de agencia que hemos analizado anteriormente. El estudio específico de estos temas hace referencia a las situaciones en las que la dirección de la empresa trata de conseguir financiación para la realización de un nuevo proyecto de inversión, siendo la distribución de los rendimientos del mismo desconocida por los mercados de capitales (Barnea, Haugen y Senbet, 1985).

Los conflictos se derivan de la existencia de un grupo formado por la dirección y por los accionistas internos o implicados en la gestión de la empresa, que

²⁸ Una revisión de los principales trabajos empíricos realizados para el mercado español se presenta en Azofra y Fernández (1999).

poseen información acerca de las características reales de la empresa o sobre la calidad de sus proyectos de inversión, a la que no tienen acceso el resto de los inversores. La existencia de un problema de riesgo moral frena la transmisión directa de esa información, puesto que es difícil verificar su exactitud, teniendo así los directivos un incentivo a exagerar las cualidades positivas del proyecto de inversión obteniendo, de este modo, un menor coste para su financiación. Sin embargo, la anticipación de esta situación por parte de los inversores tiende a reducir el precio que están dispuestos a pagar por los títulos emitidos, aún cuando la información transmitida sea veraz, puesto que no pueden tener la certeza de que esto sea así. Si no es posible distinguir entre inversiones de alta o de baja calidad, el valor de mercado reflejará la calidad media de todos los proyectos (Leland y Pyle, 1977). Este hecho puede producir que no sea posible acometer la realización de proyectos de inversión para los que la dirección tiene expectativas de alta rentabilidad por lo que, en este caso, existirá un incentivo a transmitir información al mercado. Pero la transmisión directa de la información al mercado se produce con dificultad debido a los problemas de riesgo moral, por lo que la empresa se verá obligada a recurrir a distintos mecanismos para reflejar la situación empresarial y el verdadero valor de los proyectos de inversión para los que se requiere la financiación en el mercado de capitales. Algunos de estos mecanismos son el nivel de endeudamiento (Ross, 1977), la tasa de distribución de dividendos (Miller y Rock, 1985) o la tasa de participación de la dirección en la propiedad de la empresa (Leland y Pyle, 1977).

La utilización de este tipo de señales está condicionada por la posibilidad de emitir una señal falsa por parte de la empresa. De esta forma, una condición indispensable para que la transmisión de señales sea un mecanismo fiable es que el coste de emitir una falsa supere los beneficios obtenidos de su utilización.

Para estudiar el problema de la asimetría de la información podemos encontrar dos grandes formas de aproximación, tal y como proponen Harris y Raviv (1991), distinguiendo, por un lado, cómo la estructura de capital de la empresa ayuda a mitigar las ineficiencias en las decisiones de inversión causadas por la asimetría de la información (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984) y, por otro, analizando cómo las decisiones financieras sobre la estructura de capital transmiten información a los inversores externos, y actúan como mecanismo de señalización que reduce la

situación de información asimétrica que se produce entre éstos y los directivos y accionistas internos de la empresa (Ross, 1977; Leland y Pyle, 1977).

Por lo que se refiere a las implicaciones que la estructura de capital tiene sobre las decisiones de inversión, Myers y Majluf (1984) muestran que, si los inversores externos están peor informados que los directivos y los accionistas que participan en la gestión acerca del verdadero valor de los activos de la empresa, sus acciones estarán infravaloradas en el mercado. Si las empresas utilizan una emisión de acciones para afrontar la financiación de nuevos proyectos de inversión, se puede producir una transferencia de riqueza de los antiguos hacia los nuevos accionistas, superior al valor actual neto del proyecto que se quiere financiar, con lo que los accionistas antiguos experimentarán una pérdida neta de valor. En este caso, el proyecto será rechazado, incluso aunque presente un valor actual neto positivo. Este problema de subinversión puede ser evitado si la empresa consigue financiar el nuevo proyecto con algún tipo de activo financiero que no sea tan infravalorado por el mercado, como pueden ser los fondos generados internamente por la empresa o la emisión de títulos de deuda. Apoyándose en este planteamiento, Myers (1984) establece la teoría del *pecking order* o de jerarquía de preferencias en la elección de las fuentes de financiación por parte de la empresa. Según esta teoría, las empresas tomarán sus decisiones de financiación siguiendo un orden de preferencias, es decir, acudirán primero a la financiación interna, después a la financiación a través de deuda y únicamente como último recurso optarán por la emisión de fondos propios.

Esta teoría acerca de la elección de la estructura de capital por parte de las empresas, desarrollada por Myers, tiene varias implicaciones de carácter empírico. La primera, y más importante, es que ante un anuncio de emisión de acciones por parte de la empresa, el valor de mercado de los títulos existentes disminuirá. Además, la financiación a través de los fondos generados internamente por la empresa o mediante la emisión de deuda no va a transmitir información al mercado, con lo que no provocará ninguna reacción en la cotización de las acciones de la empresa.

Otras implicaciones que tiene esta teoría son que los proyectos de inversión tenderán a ser financiados mediante fuentes internas o emisiones de títulos de deuda

de menor riesgo, evitando las repercusiones negativas de la emisión de acciones. Además, este problema de subinversión va a ser menos grave después de la publicación de información empresarial, como pueden ser las cuentas anuales o los anuncios de beneficios (Korajczyk *et al.*, 1990). Una última repercusión de esta teoría está relacionada con la proporción de activos tangibles de la empresa. Así, las que tengan una mayor proporción de activos intangibles se verán sometidas a mayores asimetrías de la información, por lo que el problema de subinversión va a aparecer más a menudo que en empresas de características similares pero con una mayor proporción de activos tangibles y, por lo tanto, menores problemas de información asimétrica (Harris y Raviv, 1991).

Numerosos autores han estudiado esta teoría, obteniendo similares resultados a los obtenidos por Myers (1984), como Krasker (1986), Narayanan (1988), Heinkel y Zechner (1990) o Helwege y Liang (1996). Sin embargo, otros estudios no encuentran necesaria la elección prioritaria de deuda sobre acciones a la hora de acometer la financiación de los proyectos de inversión por parte de la empresa, planteando que el problema de subinversión se puede resolver mediante la comunicación de información al mercado a través de mecanismos de señalización (Brennan y Kraus, 1987; Noe, 1988 y Constantinides y Grundy, 1989)²⁹. En estos trabajos se demuestra la existencia de un amplio abanico de posibilidades de financiación que puede invalidar la teoría del *pecking order* en determinadas circunstancias.

Fama y French (2002) comparan, de manera empírica, si el modelo del *pecking order* se ajusta más a las decisiones reales de financiación y dividendos que el modelo de *trade off*. Sus resultados muestran que, en muchas ocasiones, los dos modelos conducen a las mismas predicciones sobre el comportamiento de la empresa³⁰, aunque apoyados en diferentes motivaciones. No obstante, encuentran evidencia que confirma que las empresas más rentables presentan menores niveles de endeudamiento, tal y como defiende el modelo de Myers (1984), aunque también

²⁹ Para una revisión de trabajos que refuerzan y contradicen la teoría del *pecking order* ver Harris y Raviv (1991).

³⁰ Como que las empresas con más inversiones tienen menos apalancamiento o que las más rentables y las que tienen menos inversiones distribuyen mayores porcentajes de beneficio en forma de dividendos.

observan comportamientos contrarios a esta teoría, como la gran utilización del recurso a la emisión de nuevo capital por parte de empresas pequeñas en crecimiento, con un bajo nivel de endeudamiento. Estos resultados siguen la misma línea que los obtenidos por Shyam-Sunder y Myers (1999) que, sin llegar a rechazar la validez de los modelos estáticos de ajuste a una tasa de endeudamiento objetivo, obtienen una mayor evidencia sobre el comportamiento general de aceptación de la teoría del *pecking order*. También son similares a los presentados por Frank y Goyal (2003), que comprueban la aplicación de la teoría de jerarquización financiera, obteniendo que el recurso a la financiación externa resulta muy abundante. Asimismo, en empresas pequeñas con alto crecimiento no se cumple la teoría del *pecking order*, mientras que en las grandes aparecen aspectos del comportamiento de jerarquización financiera. Como explicación al uso de financiación externa en forma de acciones, Graham (2000) demuestra que algunas empresas usan deuda de forma conservadora, por lo que recurren más a la financiación mediante acciones.

No obstante, Bontempi (2002) considera, de manera conjunta, que la teoría de jerarquización financiera y el *trade-off* pueden ser compatibles, tratando de explicar la relevancia de los modelos teniendo en cuenta las características del sistema financiero italiano. Sus resultados parecen confirmar que las empresas italianas están divididas en dos tipos, que siguen cada uno de los modelos respectivamente, observando que los efectos fiscales, quiebra, agencia y señales conducen a un determinado tipo de empresas a elegir un ratio de deuda a largo plazo óptimo, mientras que otras prefieren usar fondos internos a corto plazo para financiar sus opciones de inversión. Miguel y Pindado (2001) también encuentran, en el mercado español, evidencia que corrobora la validez de ambas teorías bajo ciertas circunstancias, haciendo especial hincapié en la importancia de los factores institucionales como fuente de las diferencias observadas, en cuanto a la estructura de capital, en distintos países (Rajan y Zingales, 1995).

En el modelo de Myers (1984), la estructura de capital aparece como una solución a los problemas de sobre y subinversión. Sin embargo, también se puede contemplar el papel de la misma como mecanismo de señalización de la información privada al mercado. Una primera aproximación a este problema se presenta en el modelo desarrollado por Ross (1977), en el que los directivos conocen la distribución

de los rendimientos de la empresa, mientras que ésta es desconocida para el resto de los inversores. Los directivos se van a beneficiar si los títulos de su empresa presentan un alto valor de mercado, mientras que serán penalizados si la empresa entra en una situación de quiebra. Tal penalización no va a ser considerada como un coste de quiebra, puesto que sus efectos negativos se producen únicamente en el directivo y no en el valor de la empresa. En esta situación, el incremento de proporción de deuda actuará como señal acerca de la calidad de las empresas. Como las de menor calidad van a tener una mayor probabilidad de quiebra, para cada nivel dado de deuda, sus directivos no se encontrarán incentivados a imitar a los de las empresas de alta calidad respecto a la emisión de deuda. En este modelo, Ross (1977) rechaza la hipótesis de existencia de información completa, y establece este sistema de incentivos que penalice la emisión de señales falsas al mercado.

De esta manera, cuanto mayor sea la penalización que sufran los directivos por la quiebra, en forma de pérdida de reputación o costes de búsqueda de un nuevo empleo, menor será el nivel de endeudamiento y menor también la probabilidad de insolvencia. Así, el modelo de Ross (1977) muestra que el valor de la empresa, el nivel de endeudamiento y la probabilidad de quiebra están positiva y directamente relacionados. Otros modelos que han encontrado esa relación entre la deuda y el valor de mercado de las empresas han sido el de Heinkel (1982), John (1987) o Poitevin (1989). En todos ellos, el nivel de endeudamiento actúa como mecanismo señalizador que transmite información positiva al mercado. Además, los directivos de empresas con proyectos de mala calidad no emplearán deuda, puesto que el aumento de valor de la empresa no compensará los costes de utilizar de forma incorrecta esta señal, materializados en un incremento en el riesgo de quiebra (Narayanan, 1988).

En línea con estos resultados, también existen trabajos que se basan en la aversión al riesgo de los directivos para desarrollar modelos de señalización a través de la estructura de capital de la empresa. La premisa básica en la que se apoyan estos modelos es que los incrementos en el nivel de endeudamiento van a permitir a los directivos aumentar su porcentaje de participación en la propiedad. Este incremento relativo se va a reflejar en una disminución de su función de utilidad, ocasionada por su aversión al riesgo. Sin embargo, esta pérdida va a ser menor para los directivos de

empresas que están inmersas en el desarrollo de proyectos de inversión de alta calidad, puesto que, en este caso, podrán poner de manifiesto este hecho a través de una mayor proporción de deuda dentro de su estructura de capital. Este planteamiento, puesto de manifiesto por Leland y Pyle (1977), propone un modelo en el que el incremento de la participación de los directivos en la propiedad de la empresa, a través de un incremento en el nivel de endeudamiento, se va a traducir en la emisión de una señal positiva al mercado, que originará un incremento en el valor de la empresa.

A modo de resumen, presentamos en la tabla 1.11 las principales aportaciones, teóricas y empíricas, que establecen una relación entre la existencia de los costes de insolvencia y los determinantes de la estructura de capital de la empresa:

Tabla 1.11: Costes de insolvencia y estructura de capital

Efecto de los costes de insolvencia	Teoría	Autores
Los costes de insolvencia, directamente relacionados con el endeudamiento, compensan las ventajas fiscales de la deuda	<i>Trade off</i>	Robichek y Myers (1966); Baxter (1967); Stiglitz (1972); Kraus y Litzenberger (1973); Scott (1976); Kim (1978); Brennan y Schwartz (1978); Litzenberger y Van Horne (1978); Turnbull (1979); Morris (1982); Jalilvand y Harris (1984); Titman (1984); Titman y Wessels (1988)
Irrelevancia de los costes de insolvencia	<i>Trade off</i>	Miller (1977); Warner (1977); Fama (1978); Haugen y Senbet (1978); Haugen y Senbet (1988); Senbet y Seward (1995)
Costes de Agencia provocados por la probabilidad de quiebra que supone la utilización de deuda	<i>Teoría de la Agencia</i>	Jensen y Meckling (1976); Grossman y Hart (1982); Jensen (1986); Harris y Raviv (1990); Hart y Moore (1995); Leland (1998); Ang <i>et al.</i> (2000)
Probabilidad de quiebra facilita el envío de señales mediante la utilización de distintas fuentes financieras	<i>Pecking order</i>	Myers y Majluf (1984); Myers (1984); Krasker (1986); Narayanan (1988); Heinkel y Zechner (1990); Helwege y Liang (1996); Shyam-Sunder y Myers (1999); Miguel y Pindado (2001); Graham (2000); Bontempi (2002); Fama y French (2002); Frank y Goyal (2003)
	<i>Teoría de señales</i>	Ross (1977); Leland y Pyle (1977); Heinkel (1982); Brennan y Kraus (1987); John (1987); Narayanan (1988); Noe (1988); Poitevin (1989);

Fuente: Elaboración propia

1.5.- MECANISMOS DE SOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS DE INSOLVENCIA

Hasta el momento, hemos visto cuáles son las principales fuentes de coste que genera una situación de deterioro en la empresa, y su relevancia a la hora de explicar la estructura de capital óptima. El siguiente paso es estudiar cuáles son las alternativas disponibles para que las organizaciones se enfrenten a este tipo de problemas.

Los procedimientos que regulan la relación entre los acreedores y las empresas cuando estas últimas incumplen sus obligaciones contractuales están contenidos en el sistema legal y no en los contratos financieros. Sin embargo, la legislación concursal está presente implícitamente al formalizar dichos contratos influyendo sobre la política financiera de la empresa. En el momento en el que una empresa se encuentra con la obligación de resolver sus dificultades financieras, puede optar por un procedimiento formal, siguiendo los pasos que la legislación concursal establece, o realizar una negociación privada con los acreedores, para lograr un acuerdo que evite la declaración legal de insolvencia. En este caso debe tener en cuenta las barreras a las que se enfrentan las reestructuraciones privadas, que pueden dificultar su realización pudiendo llegar, en ocasiones, a forzar la entrada en un procedimiento concursal, motivadas por los conflictos de intereses entre los distintos partícipes de la empresa y por la existencia de información asimétrica.

1.5.1.- LA ELECCIÓN DEL MECANISMO DE RESOLUCIÓN

La elección entre uno u otro mecanismo va a depender de cuál sea la alternativa que genere menores costes y de que se llegue a un acuerdo para repartir el ahorro logrado con la elección del método de resolución de la insolvencia (Gilson *et al.*, 1990). Así, cuanto mayor sea la protección que se le otorga al acreedor en el procedimiento formal, mayores serán sus incentivos para rechazar una solución a través de la negociación privada.

El ahorro puede derivarse de la minimización de costes directos e indirectos, tal y como hemos visto con anterioridad en este capítulo, o bien puede estar relacionado con otro tipo de ineficiencias que se pueden presentar en todo el

procedimiento, como es el tiempo de duración del proceso. Cuanto más se alargue el procedimiento de resolución de la insolvencia, mayor será el coste que tengan que soportar, tanto los accionistas como los obligacionistas (Franks y Torous, 1989; Datta e Iskandar-Datta, 1995a; Andrade y Kaplan, 1998). En este sentido, González Méndez y González Rodríguez (2000) ponen de manifiesto que los procedimientos privados tienen una duración media de menos de cuatro meses, siendo de casi veinte meses para las suspensiones de pagos, en un estudio realizado para empresas cotizadas el mercado español, mientras que en Estados Unidos, Franks y Torous (1994) encuentran una duración media de diecisiete meses para las negociaciones privadas (*workouts*) y de veintisiete para los procesos formales.

Sin embargo, los acuerdos privados no son siempre factibles, a pesar de las ventajas puestas de manifiesto (Gilson *et al.*, 1990; Chatterjee *et al.*, 1996; Gilson, 1997). Entre los impedimentos que pueden hacer fracasar las negociaciones está la existencia de asimetría en la información, que se produce en la medida en que los gerentes tienen un mayor conocimiento de la situación real de la empresa que los inversores externos, lo que dificulta que los proveedores de fondos puedan evaluar correctamente el nuevo paquete de títulos que se les ofrece. Así, los accionistas tienen incentivos para infravalorar la empresa con el objetivo de convencer a los acreedores para que acepten mayores concesiones. Dado que estos últimos conocen las intenciones de los primeros, pueden rechazar la propuesta de negociación y provocar que el único procedimiento válido para los acreedores sea el legal (Giammarino, 1989), puesto que los directivos están obligados a proporcionar mayor cantidad de información, se realizan informes por expertos sobre la situación de la empresa, etc.

Otra dificultad añadida es la aparición de conflictos de intereses que conduzcan a la formación de coaliciones entre los distintos agentes que intervienen en la reorganización, de manera que las decisiones adoptadas por los directivos sean las preferidas por los accionistas, o por éstos y un grupo de acreedores con los que se llegue a algún tipo de acuerdo, y no las que beneficien a todos los partícipes en su conjunto.

A los problemas anteriores hay que añadir otros inconvenientes para aquellas empresas que pretenden llevar a cabo una reestructuración privada. Así, la venta de activos para obtener liquidez es mucho más difícil de efectuar bajo los procesos informales, dada la inseguridad jurídica que tiene el comprador. Otra ventaja que puede ofrecer la legislación es la emisión de deuda con mayor prioridad que la ya existente, facilitando la obtención de fondos para paliar la escasez de liquidez de la empresa.

La literatura a este respecto contempla una serie de factores que pueden ayudar a reducir los problemas asociados a la negociación privada y que se resumen en la tabla 1.12:

Tabla 1.12: Factores condicionantes del tipo de proceso de reestructuración

Factor	Influencia sobre Negociaciones Privadas	Referencias
Endeudamiento Bancario	La deuda bancaria facilita las negociaciones privadas	Gilson <i>et al.</i> (1990); James (1996); Indro <i>et al.</i> (1999); López <i>et al.</i> (2002)
	La deuda bancaria fuerza la entrada en el proceso legal	Chatterjee <i>et al.</i> (1996)
Tamaño Empresarial	Un mayor tamaño puede evitar el procedimiento formal	Gilson <i>et al.</i> (1990); Andrade y Kaplan (1998); Aksu (2000); López <i>et al.</i> (2002)
Nivel de endeudamiento	Un mayor nivel de endeudamiento favorece las negociaciones privadas	Jensen (1989)
	El endeudamiento no afecta a la elección	Gilson <i>et al.</i> (1990); Asquith <i>et al.</i> (1994)
Coordinación de los acreedores	La deuda pública y los acreedores comerciales dificultan la solución extrajudicial	Gilson <i>et al.</i> (1990); John (1993); Chatterjee <i>et al.</i> (1995 y 1996); Datta e Iskandar-Datta (1995b); Gilson (1997); Hege (2003)
Magnitud Dificultades Económicas	Cuanto peor sea la situación económica, mayor probabilidad del proceso legal	Chatterjee <i>et al.</i> (1996)

Fuente: Elaboración propia

Los condicionantes más destacados son los problemas originados por las diferentes fuentes de financiación de la empresa (Gertner y Scharfstein, 1991; Hege,

2003)³¹ y los problemas de asimetría en la información (James, 1996). Así, el tipo de deuda que constituye la principal fuente de financiación, los problemas existentes entre los diferentes acreedores y el tamaño, como reductor de los problemas informativos, se constituyen en los principales factores a tener en cuenta ante este tipo de situaciones.

Por lo que se refiere a la deuda en poder de las entidades financieras, hay que señalar que ha sido considerada como variable fundamental en la explicación de la elección del método de reestructuración³², aunque su importancia no se valora en la literatura en una misma dirección. Así, hay estudios que consideran que un mayor grado de deuda con las entidades bancarias forzará la declaración legal de insolvencia, en la medida en que éstas tienen asegurados sus créditos, lo que les otorga una mayor prioridad de cobro en el procedimiento legal (Chatterjee *et al.*, 1996).

Por contra, existe otra corriente investigadora en favor del efecto positivo que el endeudamiento bancario ejerce sobre las reestructuraciones privadas, puesto que la presencia de un número menor de acreedores en este tipo de financiación favorece acuerdos fuera del proceso legal (Gilson *et al.*, 1990). Además, el hecho de que este tipo de acreedores esté mejor informado sobre la situación de la empresa facilita la reestructuración de la propia deuda y actúa como señal, propiciando la participación de los demás en la negociación (Indro *et al.*, 1999), puesto que la entidad financiera estará en posesión de deuda asegurada, lo que le otorga prioridad a sus créditos en una reestructuración legal. Si en esta situación el banco participa en una negociación privada con el deudor para solucionar los problemas de insolvencia, puede transmitir una señal a los demás acreedores sobre las oportunidades futuras de solución de la crisis, dado el mayor acceso que la entidad tiene sobre la información privada de la empresa, su posición real de solvencia, etc. (James, 1996; Berlin *et al.*, 1996).

³¹ No obstante, los resultados obtenidos en los trabajos previos realizados para el mercado norteamericano pueden no resultar directamente aplicables al caso español. Así, la importancia de la financiación a través de los mercados de capitales resulta poco significativa en las empresas españolas, por lo que, atendiendo a las fuentes principales de financiación en España, cobrará una especial relevancia la financiación bancaria, como fuente fundamental de recursos para las empresas, y parte especialmente interesada en los problemas de insolvencia empresarial.

³² Dahiya, Saunders y Srinivasan (2003) analizan los efectos que las dificultades financieras tienen para las entidades bancarias que se ven envueltas en el proceso como acreedores de la empresa insolvente.

El comportamiento de las entidades financieras en estas circunstancias parece, pues, estar afectada por factores opuestos (Asquith *et al.*, 1994): por un lado, pueden relajar las obligaciones financieras, aplazando el pago del principal o de los intereses, entregando nueva financiación y renunciando a determinadas cláusulas de sus contratos. Por otro lado, pueden ejercer su poder, acelerando los pagos, reduciendo líneas de crédito o incrementando las garantías. Además, sostiene que los bancos serán más propensos a aceptar una negociación privada cuanto mayores garantías tengan, porque estarán mejor protegidos en caso de producirse una declaración formal con posterioridad.

En el caso español, la participación de las entidades bancarias en el capital de las empresas vía accionarial hace que esta variable adquiera una relevancia especial, puesto que al entablarse una negociación, los establecimientos de crédito buscarán maximizar el valor total de su participación en la empresa, tanto de sus créditos como de sus acciones (González Méndez y González Rodríguez, 2000). La reacción más positiva del mercado ante las reestructuraciones privadas que ante las legales (ver en este sentido Gilson *et al.*, 1990; Aksu, 2000 o González y González, 2000 y López *et al.*, 2002 para el caso español) aumenta los incentivos para su participación en una negociación privada.

Por lo que se refiere al tamaño, hay que señalar la existencia de varios trabajos que abordan su importancia como reductor de los costes de insolvencia y como variable que minimiza los problemas de información asimétrica. Las empresas más grandes tienen una mayor probabilidad de concluir con éxito un proceso de renegociación privada (Gilson *et al.*, 1990). Además de favorecer la disminución de los costes de insolvencia, por la presencia de un alto componente de costes fijos (Andrade y Kaplan, 1998), a medida que aumenta el tamaño de la empresa mayor es la información disponible, dado que sus decisiones tienen mayor trascendencia y repercusión social. Por ello, algunos autores sostienen que en ellas existen menores problemas de información asimétrica lo que facilita la renegociación privada de la deuda (Aksu, 2000).

En tercer lugar, puede observarse que la existencia de un mayor nivel de endeudamiento actúa también como un mecanismo reductor de los costes de

insolvencia (Jensen, 1989). En momentos de crisis, la aparición de problemas financieros se produce cuando el valor de la empresa está muy por encima de su valor de liquidación. Este hecho facilita acuerdos privados y tiende a evitar la declaración formal que, de producirse, ocupará un mayor tiempo de los directivos y desviará su atención de la gestión diaria para centrarla en el propio procedimiento. No obstante, no puede considerarse definitiva tal suposición, puesto que otros trabajos encuentran que el nivel de endeudamiento no es relevante a la hora de elegir el método de reestructuración (Gilson *et al.*, 1990; Asquith *et al.*, 1994).

El cuarto factor a considerar es la coordinación de los acreedores, que afecta a los acreedores comerciales de la empresa, además de a la deuda negociada en los mercados de capitales. En ambos casos se trata de deuda que tiene varios propietarios y presenta una gran heterogeneidad, por lo que la negociación es más difícil, al tener cada título distintos derechos, y añadir una gran asimetría informativa entre este tipo de acreedores y los directivos de la empresa.

No obstante, no toda la deuda es igual y el conocido como problema del *holdout*, o de resistencia de los acreedores, puede hacer que el logro de una solución satisfactoria, fuera del procedimiento formal, dependa de si se trata de deuda privada o de deuda negociable en los mercados de capitales. En este último caso, donde la propiedad está repartida entre un gran número de acreedores, los cambios en las condiciones del contrato, tales como el vencimiento o el tipo de interés, se deben realizar con el consenso de todos los poseedores de los títulos. Esto dificulta la negociación, y hace que este tipo de reestructuraciones tome la forma de oferta de intercambio de títulos. No obstante, la participación en ese intercambio es voluntaria, y cada uno de esos múltiples acreedores tiene el incentivo a no participar individualmente en el plan de reorganización, puesto que si el volumen de deuda asumido no es muy elevado, su actuación puede no ser necesaria para la resolución de las dificultades y, en cambio, soportarían una parte de los costes de la reorganización. Así, pueden no acudir al canje, con el objetivo de que las concesiones realizadas por los demás acreedores sean suficientes para solucionar los problemas de insolvencia, y salir beneficiados con una revalorización de sus títulos. Como todos los acreedores van a tener ese mismo incentivo, la oferta de intercambio de títulos tiene muchas posibilidades de fracasar.

En estos casos, la empresa puede intentar paliar los efectos exigiendo un determinado nivel de aceptación para llevar a cabo el intercambio, o bien ofreciendo títulos de mayor prioridad o menor plazo de vencimiento que los ya existentes (Chatterjee *et al.*, 1995). No obstante, este problema es menor en los procedimientos legales, en donde el convenio de reestructuración debe ser acatado por todos los acreedores, una vez aprobado por las mayorías requeridas. Otras variantes del problema de *holdout* son las que afectan a los acreedores con deuda garantizada, que serán reacios a efectuar concesiones en una negociación privada en la medida en que el procedimiento legal les otorga preferencia en el cobro de sus derechos, y la resistencia de acreedores con grandes proporciones de deuda, que pueden utilizar su negativa al intercambio de títulos como medida de presión para aumentar su poder de negociación y obtener mayores concesiones (Chatterjee *et al.*, 1995).

Por lo que respecta a los acreedores comerciales, una presencia alta de este tipo de deuda puede provocar la declaración legal, al ser el grupo con el que más difícil es negociar. Al tratarse de deudas por transacciones comerciales, el acreedor es muy reacio a realizar concesiones, por lo que, en el momento de incumplimiento de pago, encuentra incentivos para solicitar la quiebra. En la medida que, en este procedimiento, el poder del deudor se ve muy reducido, la posibilidad de solicitud por parte de este tipo de acreedores forzará la declaración de suspensión de pagos por parte del deudor.

Por último, debemos considerar la magnitud de las dificultades económicas por las que esté atravesando la empresa. Chatterjee *et al.* (1996) encuentran que las empresas que optan por la reestructuración privada presentan menores dificultades económicas, porque tienen menores problemas para alcanzar acuerdos, sobre todo con los acreedores privados, que tienen acceso a una mayor cantidad de información. La participación de éstos actuará como señal positiva para el resto de los acreedores, lo que en conjunto facilitará el éxito de la negociación. En la medida en que los problemas de insolvencia se deban a un desajuste entre los plazos de cobros y pagos, más que a una situación económica desfavorable, mayor facilidad existirá para lograr acuerdos privados con los acreedores.

Un factor externo a las negociaciones, pero que puede ser fundamental en la decisión entre una u otra alternativa, es el tipo de sistema financiero y las características del gobierno empresarial (Hege, 2003). De esta forma, los entornos caracterizados por el fuerte peso de los mercados de capitales en la financiación de las empresas como, por ejemplo, el mercado norteamericano, suelen presentar empresas con estructuras de deuda más dispersas y heterogéneas. Por el contrario, los entornos con un papel predominante de las entidades bancarias como fuentes de financiación empresarial, como el caso español, se caracterizan por un mayor nivel de endeudamiento, al existir menores conflictos con los acreedores, reducirse los problemas de información asimétrica y, por lo tanto, ser más fácil renegociar con éxito la deuda empresarial.

Además, la estructura de propiedad de las empresas también difiere en ambos sistemas. En los de tipo continental son frecuentes las participaciones cruzadas y la existencia de grandes bloques accionariales, mientras que en los sistemas orientados hacia los mercados la propiedad presenta unos mayores grados de dispersión. Esto facilita, en los sistemas continentales, los acuerdos entre accionistas y acreedores sobre el reparto de los costes ahorrados a través de la negociación privada, por lo que estos arreglos privados podrían aparecer como una solución más frecuente que en las economías orientadas hacia los mercados.

Por supuesto, las características de la propia legislación concursal resultan extremadamente relevantes frente a este tipo de decisiones, puesto que cuanto mayor sea la ineficiencia del sistema concursal, mayor será la probabilidad de que el banco realice concesiones en una negociación privada, dado que en este caso su intención será la de maximizar el valor total de su inversión, tanto la parte de deuda como su participación en el capital. No obstante, el estudio de los diferentes sistemas concursales se realiza de manera detallada en el segundo capítulo de esta tesis doctoral.

1.5.2.- SOLUCIÓN DE LAS DIFICULTADES FINANCIERAS Y VALORACIÓN DEL MERCADO

Un factor de especial relevancia al analizar las distintas alternativas existentes para hacer frente a los problemas de insolvencia es la reacción que se produce en el

mercado, como medida de la eficiencia de la solución adoptada y de los costes que ello conlleva. Los distintos trabajos realizados sobre esta reacción han estudiado la valoración del mercado tanto de los títulos emitidos de renta variable como de renta fija.

Por lo que se refiere a las repercusiones sobre las acciones de la empresa, nos podemos encontrar con trabajos que se han aproximado desde una perspectiva de largo plazo, centrándose en los efectos que, para la valoración realizada por el mercado, tienen este tipo de situaciones, o de corto plazo, analizando el efecto informativo que tiene el poner de manifiesto una situación de insolvencia. En ambos casos, se produce una reacción negativa y significativa, tanto si consideramos varios años antes de la declaración (Beaver, 1968; Aharony *et al.* 1980; Altman y Brenner, 1981; Clark y Weinstein, 1983 o Rimbey *et al.*, 1995), como si consideramos la reacción del mercado en los días alrededor de la declaración de insolvencia (Rimbey *et al.*, 1995; Chatterjee *et al.*, 1996 o Ferris *et al.*, 1996). Incluso existen trabajos que han tratado de delimitar el momento relevante a efectos de comunicar información al mercado, encontrando que no resulta tan importante la propia declaración de insolvencia como la comunicación previa de que ésta se va a producir (Dawkins y Rose-Green, 1998; Dawkins y Smith Bamber, 1998).

Esta reacción del mercado puede explicarse por diversos motivos, sobre los que todavía se continúa investigando, y entre los que destaca, naturalmente, la situación de insolvencia por la que atraviesa la empresa. También puede estar condicionada por los mecanismos que se utilizan para su resolución, ya sea si se realiza una reestructuración financiera o una reorganización del activo (Lasfer *et al.*, 1996), o si se sigue el procedimiento establecido en la normativa o se acometen reestructuraciones privadas que eviten la entrada en los mecanismos legales. En este sentido, los trabajos realizados, tanto para el mercado norteamericano como el español³³, muestran una reacción negativa mayor en el caso de los procedimientos formales, tanto por el efecto informativo y los costes que origina, como por las transferencias de riqueza que se pueden producir. No obstante, esta reacción estará directamente relacionada con las propias características de los procedimientos

³³ Gilson *et al.* (1990); Chatterjee *et al.* (1996); Aksu (2000); González Méndez y González Rodríguez (2000).

legales, que afectarán directamente a los rendimientos de las empresas insolventes y la distribución de riqueza y, por lo tanto, a la elección del mecanismo de reestructuración más eficiente (Elayan y Meyer, 2001).

Asimismo, se han realizado trabajos que han tratado de analizar el comportamiento de los títulos de las empresas que consiguen superar el procedimiento concursal con éxito. De esta forma, Hubbard y Stephenson (1997) encuentran que, hasta la aprobación del plan de reestructuración, se sigue produciendo una pérdida de valor de las empresas, mientras que Eberhart *et al.* (1999) muestran que si la empresa consigue superar totalmente sus dificultades y salir del procedimiento, los rendimientos encontrados son positivos, al menos, en un 24.6%, para las acciones en el mercado. No obstante, Indro *et al.* (1999) encuentran que el comportamiento tras el procedimiento vendrá condicionado por las características de la propia empresa, como su estructura financiera o su estructura de propiedad.

Por lo que se refiere a los títulos de deuda, los trabajos publicados son menos numerosos, pero también han conducido a resultados importantes que deben ser considerados. Datta e Iskandar-Datta (1995a) obtienen reacciones negativas significativas en el momento de realizarse la declaración de insolvencia, aunque observan que no todos los títulos emitidos por la empresa reaccionan de igual modo ante el anuncio de dificultades financieras y que no todos los poseedores de títulos de deuda reaccionarán igual, ya que dependerá del tipo de deuda que posean (asegurada o no asegurada). En sus resultados subyace la idea de que el anuncio de la existencia de problemas de insolvencia no supone un mismo grado de información negativa para todos los títulos de la empresa, apareciendo incluso diferencias entre los acreedores, en función de las garantías con las que tengan asegurada su deuda. Además, la reacción será más negativa si no existen señales previas de la situación de deterioro financiero de la empresa. Así, obtienen que los títulos de los acreedores cuya deuda está asegurada no se ven afectados por el anuncio de la declaración de insolvencia, mientras que los títulos no garantizados y la deuda convertible experimentan una reacción negativa en ese mismo instante. En esta reacción influirá, según los propios autores, las características del propio procedimiento, como la

existencia de desviaciones en el orden de prioridad en el cobro o la duración de todo el proceso.

Además, la respuesta del mercado también puede variar en función de los títulos ofrecidos en el procedimiento de reestructuración. Brown *et al.* (1993) encuentran que será diferente en función de la clase de títulos que la empresa ofrezca a cada tipo de acreedores, puesto que los problemas de información que dificultan las negociaciones privadas podrían verse solventados mediante la elección de los títulos que se ofrecen en una reestructuración de deuda a cada uno de los acreedores. La empresa tiene un incentivo a transmitir información negativa al mercado, para forzar a sus acreedores a realizar mayores concesiones a la hora de entablar las negociaciones, para lo que podría ofrecer acciones a sus acreedores en una oferta de intercambio. No obstante, cuando la empresa tiene información privada favorable acerca de las perspectivas de futuro, este tipo de ofrecimiento generaría un infravaloración de sus títulos por parte de los acreedores, por lo que, en este caso, los títulos ofrecidos a cambio de los bonos emitidos por la empresa serían títulos de mayor garantía.

Por lo que se refiere a la deuda bancaria, la entidad financiera, mejor informada sobre la verdadera situación de la empresa, sólo aceptaría deuda de menor prioridad en situaciones en las que la emisión de deuda garantizada suponga un incremento sustancial de los costes o esté restringida legalmente. Así, los resultados obtenidos encuentran que se producirá una reacción positiva y significativa cuando a los poseedores de deuda negociable se les ofrezcan derechos mayores y cuando a los acreedores bancarios se les den menores prerrogativas, generándose una reacción inversa para el caso contrario.

Para finalizar este primer capítulo, se presenta en la tabla 1.13 un resumen de los principales estudios relacionados con la reacción del mercado ante las situaciones de insolvencia, así como sus resultados más importantes. En general, concluyen con una respuesta negativa, pero también ponen de manifiesto la existencia de otros factores condicionantes, que hacen que exista aún un largo camino por recorrer en su estudio, tanto desde una perspectiva teórica como empírica.

Tabla 1.13: Reacción del mercado ante los problemas de insolvencia

Autores	Año	Muestra	Resultados
Beaver	1968	79 empresas (1954-1964)	Utilizando una muestra de control de 79 empresas sanas encuentra que los inversores ajustan sus decisiones ante nuevas posiciones de solvencia de la empresa, produciéndose fuertes descensos en el precio en el año inmediatamente anterior a la declaración de insolvencia.
Aharony, Jones y Swary	1980	45 empresas (1970-1978)	Utilizando una muestra de control de 65 empresas sanas, encuentran rentabilidades anormales negativas mayores para las empresas con problemas de insolvencia en los cuatro años anteriores a la declaración de insolvencia. También encuentran diferencias significativas en el riesgo de los títulos, en concreto en el riesgo específico.
Altman y Brenner	1981	92 empresas (1960-1963)	Los resultados, basados en un modelo de dos factores, muestran una reacción negativa del mercado durante, al menos, 12 meses consecutivos previos, aunque los resultados no son robustos ante distintas especificaciones del modelo utilizado.
Clark y Weinstein	1983	162 empresas (1938-1979)	Encuentran evidencia de pérdidas de valor para los accionistas para largos periodos previos a la declaración de insolvencia, con pérdidas medias acumuladas del 94.9% en los tres años anteriores a la declaración, aunque la principal reacción negativa se produce justo antes de la declaración de insolvencia. También encuentran que el mercado reacciona de manera diferente ante el tipo de procedimiento concursal y la situación de la empresa, aunque estos resultados no son concluyentes por el reducido tamaño de la muestra en esos casos.
Gilson, John y Lang	1990	169 empresas (1978-1987)	Encuentran que el mercado es capaz de distinguir las empresas con mayores probabilidades de supervivencia, presentando las rentabilidades acumuladas un mejor comportamiento en el caso de las reestructuraciones privadas de deuda. Las acciones de las empresas que realizan una reestructuración privada con éxito experimentan un crecimiento del valor del 41.4%, mientras que las que finalmente tienen que entrar en el procedimiento formal tiene una rentabilidad acumulada de -39.9%.

Autores	Año	Muestra	Resultados
Brown, James y Mooradian	1993	70 empresas (1980-1990)	Estudian reestructuraciones de deuda en empresas con dificultades financieras. Encuentran rentabilidades anormales positivas en reestructuraciones que ofrecen acciones a los acreedores bancarios y deuda a los acreedores de deuda negociable en los mercados, debido a que ofrecer acciones a los acreedores mejor informados supone transmitir información positiva al resto del mercado.
Rimbey, Anderson y Born	1995	140 empresas (1974-1989)	Encuentran unas rentabilidades medias en torno al -16% para el día de la declaración y el anterior, mientras que la pérdida de valor a lo largo del año anterior al inicio del procedimiento supera el 40%. Estas pérdidas son mayores en las empresas más grandes, y el mercado también parece capaz de diferenciar a las empresas con mayores probabilidades de éxito tras el procedimiento.
Datta e Iskandar Datta	1995	37 empresas (1980-1989)	Analizan el efecto de la declaración de insolvencia sobre las acciones y los títulos de deuda. La reacción de las acciones es negativa y significativa, pero las distintas clases de acreedores reaccionan de diferente manera, no existiendo reacción por parte de los acreedores asegurados, mientras que los ordinarios y los que poseen deuda convertible experimentan rentabilidades negativas. Además, comprueban que la duración y complejidad del procedimiento ejercen una influencia negativa sobre la reacción de todos los títulos, y la importancia del endeudamiento como factor que facilita el mantenimiento de valor de la empresa.
Lasfer, Sudarsanam y Taffler	1996	142 empresas Reino Unido (1985-1986)	Contrastan la reacción del mercado ante desinversiones realizadas por empresas con dificultades financieras frente a las realizadas por empresas sanas en el Reino Unido. Encuentran una reacción positiva del mercado, por el efecto de control que ejercen las ventas de activos sobre la actividad directiva, siendo la reacción mayor para las empresas en dificultades financieras, por lo que concluyen que en el Reino Unido el principal beneficio de la venta de activos aparece relacionado con su intervención en la resolución de las dificultades financieras.

Autores	Año	Muestra	Resultados
Chatterjee, Dhillon y Ramirez	1996	201 empresas (1989-1992)	Analizan la reacción de las acciones y los títulos de deuda ante diferentes vías de reestructuración. Encuentran una reacción negativa mayor, estadísticamente significativa, para los casos que siguen el procedimiento formal, con rentabilidades negativas en el día de la declaración y el posterior de -12.19% para el caso de las acciones y de -3.74% en el caso de la deuda.
Ferris, Jayaraman y Makhija	1996	274 empresas (1979-1989)	Analizan la reacción de las acciones y los títulos de deuda ante anuncios de declaración de insolvencia. Encuentran pérdidas en torno al 17% para las acciones en los dos días alrededor de la declaración, incrementándose hasta el 20% en las empresas de menor tamaño. Para los títulos de deuda, se ponen de manifiesto unas pérdidas ajustadas por el riesgo cercanas al 5%, que se incrementan ligeramente para los títulos de menor prioridad.
Ferris, Jayaraman y Makhija	1997	274 empresas (1979-1989)	Encuentran una pérdida en los dos días alrededor de la fecha de declaración de 0.56% para una cartera ponderada de títulos de las empresas competidoras de la empresa insolvente. Contratan la existencia de un efecto “contagio” para las empresas competidoras, con unos rendimientos negativos de -7.2% en los 11 días alrededor de la fecha de declaración, para las empresas competidoras de las que cotizan en el NYSE/AMEX. No obstante, también encuentran una reacción positiva para los competidores en los 100 días previos a la declaración, por lo que el efecto puede haber sido incorporado a los precios antes de la entrada en el procedimiento.
Hubbard y Stephenson	1997	68 empresas (1988-1993)	Analizando empresas que continúan teniendo negociación de manera frecuente después del inicio del procedimiento concursal, encuentran unos rendimientos negativos medios del -22% entre la fecha de declaración y la de aprobación del plan de reestructuración, teniendo en cuenta, además, que en el periodo muestral se produjo una apreciación general en el mercado.
Dawkins y Rose-Green	1998	336 empresas (1980-1992)	Encuentran que las reacciones ante anuncios de insolvencia son menos negativas si existen señales previas del deterioro de la situación de la empresa, como anuncios en ese sentido en el Wall Street Journal previos a la declaración formal. Los resultados se muestran robustos controlando por el tamaño de la empresa, la probabilidad de quiebra o el grado de endeudamiento de la empresa.

Autores	Año	Muestra	Resultados
Dawkins y Smith Bamber	1998	330 empresas (1980-1993)	Encuentran que la principal reacción negativa no se produce en el momento de la declaración, sino cuando la información llega al mercado, independientemente de la importancia de la insolvencia, del tamaño de la empresa o del mercado en el que coticen sus títulos, con unas rentabilidades acumuladas para los 5 días anteriores a la declaración de -34.57%.
Eberhart, Altman y Aggarwal	1999	546 empresas (1980-1993)	Encuentran evidencia de una rentabilidad anormal positiva a largo plazo, para 131 empresas que superan con éxito el procedimiento de insolvencia. Para los 200 días posteriores al procedimiento encuentran una rentabilidad anormal acumulada entre el 24.6% y el 138.8%, en función del método de estimación de los rendimientos esperados, mientras que la rentabilidad acumulada en ese mismo periodo se encuentra entre el 5.1% y el 8.4%.
Indro, Leach y Lee	1999	171 empresas (1980-1991)	Estudian las variables que caracterizan a las empresas que obtienen rentabilidades positivas tras la solución de un proceso de insolvencia. Sus resultados muestran que las empresas con mejores rendimientos son las más pequeñas, con un mayor porcentaje de deuda convertible, que entran en el capítulo 11 por razones estratégicas, con una menor concentración de la propiedad y que sufrieron mayores rentabilidades negativas antes de la entrada en el procedimiento concursal. Para las empresas con una probabilidad mayor del 50% de tener resultados anormales positivos, encuentran una revalorización para el año posterior al procedimiento del 71.1%.
González Méndez y González Rodríguez	2000	29 empresas España (1990-1996)	Estudian la reacción del mercado ante declaraciones de suspensión de pagos y reestructuraciones privadas de deuda, obteniendo rentabilidades anormales negativas y significativas en ambos casos, siendo mayores rentabilidades negativas las de las declaraciones formales. En esta reacción influyen, además del coste del procedimiento y el efecto informativo, las transferencias de riqueza que se producen entre las distintas partes implicadas.

Autores	Año	Muestra	Resultados
Aksu	2000	86 empresas (1973-1988)	Analizando una muestra de empresas que han realizado reestructuraciones privadas de deuda como vía para solucionar los problemas de insolvencia, encuentra unos rendimientos ajustados de -86% en los 14 meses anteriores al anuncio, mientras que la rentabilidad acumulada en los días posteriores es de 2.7%, lo que indica que el mercado reacciona negativamente ante las dificultades financieras, pero valora de manera positiva la utilización de este mecanismo de resolución.
Elayan y Meyer	2001	61 empresas (1980-1995)	Encuentran una reacción positiva y significativa en el rendimiento de los títulos cuando una empresa dentro del procedimiento de insolvencia anuncia la emisión de deuda de mayor prioridad a la existente (<i>Debtor in possession finance</i>), reacción especialmente relevante cuando se trata de un volumen de financiación importante, procedente de entidades bancarias con las que existía una relación previa y si es la primera vez que se realiza.
Lie, Lie y McConnell	2001	126 empresas (1980-1994)	Analizan ofertas de intercambio de títulos realizadas para reducir el endeudamiento. Encuentran que este tipo de anuncios vienen acompañados de reacciones negativas significativas en el mercado. Concluyen que estas situaciones contienen dos efectos informativos: por un lado, que la empresa puede estar atravesando dificultades financieras y, por otro lado, que los directivos están tratando de preservar el valor para los accionistas.
Rose-Green y Dawkins	2002	245 empresas (1981-1996)	Analizan cómo el mercado de capitales diferencia entre las empresas que inician un procedimiento concursal por motivos estratégicos de las que realmente atraviesan por dificultades financieras. Encuentran que las primeras experimentan menores rendimientos anormales, controlando el efecto que sobre los resultados pueden ejercer la solución final del procedimiento, la probabilidad de quiebra, la situación financiera de la empresa y el tamaño.
Chatterjee, Dhillon y Ramirez	2004	609 empresas (1988-1997)	Analizan la reacción del mercado ante anuncios de emisión de deuda de mayor prioridad, permitidos por el Capítulo 11 de Estados Unidos. Encuentran una reacción positiva, de 5.11% para el día del anuncio y el siguiente, en el caso de la acciones. Para los títulos de deuda, el rendimiento mensual ajustado es negativo los meses previos, mientras que pasa a ser positivo y significativo en los posteriores, con una reacción en el mes del anuncio de 0.46%.