

## **CAPÍTULO II**

# **LEGISLACIONES CONCURSALES Y SOLUCIÓN DE LA INSOLVENCIA FINANCIERA**

## **2.1.- INTRODUCCIÓN**

La posibilidad de acceso al crédito, como mecanismo de financiación empresarial, es uno de los pilares básicos en los que se apoyan las economías de mercado. A través del crédito, los recursos excedentes pueden ser colocados en agentes con déficit para acometer sus proyectos de inversión. Cuando un deudor tiene suficientes activos para hacer frente al pago de las deudas contraídas, la propia legislación que regula los contratos de deuda puede actuar como un mecanismo eficiente que consiga satisfacer los derechos de los acreedores. Sin embargo, deja de ser eficiente cuando el valor de los activos es menor que el valor total de las obligaciones a las que tiene que hacer frente. En esa situación, los directivos y los accionistas de la empresa tienen incentivos para tomar decisiones de riesgo indiscriminado, puesto que en caso de éxito consiguen salvarla y son los acreedores lo que soportan el coste del fracaso. Esto origina que cada uno de ellos entre en una carrera por ser el primero en cobrar, generando la aparición de dos tipos de ineficiencias (White, 2001): Por un lado, favorece la venta de los activos de manera independiente, y se produce una pérdida de valor de la cantidad total recuperada por el conjunto de los acreedores. Por otro, se puede llegar a provocar el cierre de la

empresa, que podría tener un mayor valor si continúa operando y se vende de manera conjunta, como una entidad en funcionamiento. Incluso aquellas rentables desde un punto de vista económico quedarían abocadas al cierre si todos sus acreedores comenzaran a actuar para intentar cobrar en primer lugar.

Así pues, se plantea la necesidad de una regulación que contemple este tipo de situaciones y consiga encontrar una solución eficiente. La normativa que regula generalmente las situaciones de insolvencia está contenida en el sistema legal, y no en los propios contratos. Pero se debe tener en cuenta que esa legislación es, de manera implícita, parte de esos contratos, por lo que va a afectar a la distribución de recursos de igual forma que los contratos financieros.

La primera reacción de un gobierno ante una crisis empresarial puede ser la realización de una acción directa para evitar su desaparición. Sin embargo, este tipo de actuaciones *ad hoc* puede provocar que las empresas emprendan acciones demasiado arriesgadas en el futuro, esperando que el Estado solucione sus problemas en caso de fracaso, lo que nos llevaría al final a una nueva crisis (Claessens, 2001). Con el objetivo de evitar este tipo de comportamientos, los mecanismos para hacer frente a las situaciones de insolvencia empresarial deben venir regulados, con carácter general, por la legislación concursal de cada país, para que los distintos agentes implicados puedan conocer *a priori* los procedimientos establecidos en caso de insolvencia, y de esta forma poder tomar sus decisiones considerando cuáles van a ser las distintas actuaciones posibles en caso de producirse una situación de insolvencia en el futuro.

La existencia de procedimientos concursales que regulen las situaciones de insolvencia incrementa la eficiencia, al sustituir la liquidación individual por parte de los acreedores por una liquidación colectiva de los activos, de tal forma que se beneficien todos los partícipes de la empresa. La justificación de este tipo de legislación se basa en la teoría de los contratos incompletos (Williamson, 1975). Si la obtención de deuda por parte de las empresas se pudiera reflejar en contratos completos, se podrían especificar las acciones a tomar en cada estado posible de la naturaleza que se produjera en el futuro. Un contrato completo podría especificar claramente qué hacer en caso de que el deudor no pudiera hacer frente a sus

obligaciones, pudiendo detallar no sólo el orden de prioridad de cada uno de los créditos, sino también quién tomaría el control sobre los derechos residuales (Stiglitz, 2001). Sin embargo, los costes de transacción de este tipo de contratos, que especifican todas las acciones posibles, serían prohibitivos, por lo que, en el mundo real, encontramos que las relaciones de endeudamiento se realizan mediante contratos incompletos.

En la mayoría de los países, la legislación de insolvencias presenta la peculiaridad de no permitir la realización de contratos que contengan cláusulas en contra de sus preceptos, lo que no ocurre con el resto de la legislación mercantil. Esto se explica por la importancia que tiene la legislación concursal como medio para dar seguridad jurídica a los contratos de financiación de las empresas. En estas situaciones de insolvencia, los contratos que el deudor tiene con cada uno de sus acreedores afectan de manera directa a las otras partes. El establecimiento de un procedimiento concursal estándar reduce los problemas generados por comportamientos oportunistas por parte del deudor, aprovechando las ventajas informativas de que dispone, y de la formación de acuerdos privados con algunos acreedores que tengan como finalidad expropiar la riqueza del resto de los agentes que financian a la empresa.

Por esta razón, es necesaria la existencia de una legislación sobre insolvencias, que se ocupe de regular todas las situaciones que se producen con la aparición de dificultades financieras, que no han podido ser contempladas en los contratos de financiación. Sin embargo, nos encontramos con la paradoja de que, aunque la legislación concursal viene a ocupar el vacío que dejan los contratos, el propio desarrollo de cada ley específica es también incompleto, al no establecer un procedimiento objetivo a seguir en estas situaciones, sino que presenta ambigüedades en toda su aplicación, dejando en ocasiones un gran poder discrecional al tribunal o a alguna de las partes, teniendo además en cuenta las variaciones que se producen en cada uno de los países que tomemos como referencia.

En este capítulo se va a abordar la problemática de la normativa concursal desde diferentes puntos de vista. Desde una perspectiva teórica, se presentan las principales aportaciones académicas que, por un lado, definen cuál debe ser la

eficiencia que este tipo de procedimientos debe lograr, y por otro, cuáles serían los mecanismos más adecuados para alcanzarla. Desde un punto de vista práctico, encontramos que las legislaciones concursales que se han venido aplicando, con distintas modificaciones a lo largo del tiempo, no siguen los planteamientos propuestos en los modelos teóricos desarrollados. Por ello, en la última parte del capítulo, se expone la normativa de los sistemas concursales de los cuatro países que conforman el ámbito espacial de esta investigación (Alemania, España, Francia y Reino Unido), así como una comparación sistemática de las disposiciones aplicables en cada uno de los procedimientos descritos.

## **2.2.- EFICIENCIA DE LAS LEGISLACIONES CONCURSALES**

Para considerar cuál es el propósito que debe cumplir una legislación concursal, y cómo conseguir que lo realice de manera efectiva, resulta importante distinguir las diferentes situaciones en las que se encuentran las empresas que pueden entrar en un procedimiento de este tipo y que, de manera general, se clasifican en cuatro categorías (Jensen, 1991):

- 1- Empresas rentables desde un punto de vista económico, pero con un tipo de estructura de capital que podría dar origen, en un momento determinado, a un desfase temporal entre los compromisos de pago adquiridos y la frecuencia con la que se generan flujos de caja, y requerir un reajuste en los plazos para que todos los pagos puedan ser realizados en el momento convenido.
- 2- Empresas con operaciones rentables, cuyo valor está siendo maximizado por el actual equipo directivo, pero que, por razones ajenas a la gestión, tiene un valor inferior al total de las deudas contraídas. En este caso, la reordenación temporal de los pagos no conseguiría evitar el problema de insolvencia.
- 3- Empresas que presentan una rentabilidad potencial elevada, pero que no pueden hacer frente a sus obligaciones por la inapropiada gestión realizada por la dirección actual. Un cambio en su orientación estratégica y operativa (o incluso un cambio de equipo directivo) unido, probablemente, a una

reordenación temporal de sus pagos, podría solucionar sus problemas de insolvencia.

- 4- Empresas que no pueden hacer frente a sus obligaciones, cuyo valor de liquidación es superior al de la empresa como entidad en funcionamiento.

Jensen (1991) expone las líneas básicas que deberían seguir los procedimientos concursales. Para empresas del primer tipo, la solución debería ser facilitar una reordenación de los pagos, a través de una reestructuración financiera voluntaria en los mercados de capitales o bajo supervisión del tribunal<sup>1</sup>. En el segundo caso, la empresa podría ser reorganizada creando una nueva estructura de capital y distribuyendo los nuevos títulos entre todos los agentes con algún derecho sobre los activos de la misma, siguiendo el orden de prioridad absoluta establecido en los contratos de manera *ex ante*. En el tercer caso, se debería producir un cambio en la estrategia y la operativa de la empresa, e incluso de los actuales gestores, junto con una nueva estructura de capital, distribuida también con respeto al orden de prioridad. Por último, las empresas del cuarto grupo deberían ser liquidadas, destinado los recursos obtenidos a satisfacer la deuda pendiente, en el orden previamente establecido.

Así, nos encontramos con una tarea prioritaria de todo procedimiento concursal; identificar la situación por la que atraviesa la empresa para aplicar la solución adecuada. Sin embargo, este planteamiento presenta varios inconvenientes. Por un lado, desde un punto de vista práctico, aparece el problema de identificar correctamente el grupo al que pertenece cada una de las empresas que realizan una petición de entrada en un procedimiento concursal, ya que un error en esa clasificación puede ocasionar que se le aplique una solución equivocada, que daría lugar a resultados ineficientes desde un punto de vista económico. Por otro lado, desde un punto de vista más conceptual, este esquema presupone que la única meta de la normativa concursal es ocuparse del tratamiento de las empresas con problemas de insolvencia, sin tener en cuenta los incentivos que esta legislación ofrece al comportamiento de los agentes desde un punto de vista *ex ante*.

---

<sup>1</sup> El tribunal únicamente debería intervenir en el caso de que la reestructuración privada no se pudiera efectuar, por problemas de regulación que restrinjan las posibilidades de los agentes que deben aportar financiación, impedimentos de tipo impositivo o aparición del problema del *holdout* o efecto polizón.

Este último aspecto resulta de vital importancia, puesto que las características de los sistemas concursales pueden afectar a la política de inversión, el mantenimiento o la liquidación de la empresa y a las decisiones operativas, a través de sus efectos sobre el resultado de la negociación con el resto de los agentes implicados. Además, también ejercerá influencia sobre la disponibilidad de fondos para financiar las inversiones, la estructura de capital y el tipo de inversiones realizadas por la empresa (John, 1993).

Así pues, los tres objetivos que debe cumplir una legislación concursal eficiente, teniendo en cuenta los efectos sobre las empresas que se encuentran bajo su influencia, serán (Hart, 2000):

En primer lugar, debe tener un resultado eficiente desde un punto de vista *ex post*. Esto significa maximizar el valor de la empresa una vez finalizado el procedimiento, para que sea repartido entre el deudor, los acreedores y las demás partes interesadas, como, por ejemplo, los empleados. En concreto, esa maximización se podrá conseguir a través de la reorganización de la empresa, su venta de manera conjunta, como entidad en funcionamiento, o su liquidación y cierre.

En segundo lugar, debe preservar el carácter de control de la deuda mejorando los resultados *ex ante*, puesto que, para el correcto funcionamiento del mercado de crédito, debe existir una penalización para aquellas empresas que no hacen frente a sus obligaciones de pago en el momento de su vencimiento, penalización que puede afectar a los accionistas y a los directivos de la empresa insolvente. La ausencia de efectos negativos para todos ellos, reduce el incentivo a hacer frente al pago de las obligaciones contraídas.

Por último, se debe respetar el orden de prioridad de los derechos de cobro, pero reservando algún valor para los accionistas. El respeto del orden de prioridad presenta la ventaja de incentivar la financiación de proyectos por parte del mercado al asegurar, en parte, una recuperación razonable de la inversión. Además, permite que el tratamiento dado dentro del procedimiento no difiera del concedido al resto de las empresas, reduciendo el incentivo de su utilización con carácter estratégico. Sin embargo, esto puede originar comportamientos ineficientes antes de la entrada en el

procedimiento, que lleven a decisiones cuyo único propósito sea evitar la declaración formal de insolvencia, y que pueden destruir valor en la empresa.

Los procedimientos concursales deben tratar de maximizar el valor de las empresas que se encuentran en una situación de insolvencia. Para conseguirlo es necesario tener en cuenta tres periodos de tiempo distintos, dependiendo de la información disponible en cada uno de ellos<sup>2</sup>: en primer lugar, una vez que se ha iniciado el proceso hay que decidir qué empresas deben continuar y cuáles deben ser liquidadas. En segundo lugar, cuando la empresa está atravesando un momento de dificultades financieras, pero aún no ha entrado en el procedimiento legal, situación en la que pueden aparecer problemas en la definición de los derechos de propiedad sobre los activos de la empresa. Por último, antes de que la empresa tenga dificultades financieras.

Una regulación ideal maximizaría el valor de los activos de las empresas en quiebra en los tres periodos de tiempo señalados anteriormente (White, 1996). Sin embargo, esta maximización comprende un efecto compensación, por lo que los cambios que aumentan la eficiencia en un periodo la pueden reducir en los otros. Esta puede ser una de las razones que expliquen la amplia variedad de legislaciones concursales en los distintos países, y de que no exista un patrón que sea universalmente utilizado para su regulación.

Teniendo en cuenta los tres momentos, podemos establecer tres tipos de eficiencia deseados para los procedimientos concursales, en función de la información disponible en cada uno de ellos (Franks *et al.*, 1996). En primer lugar, las legislaciones concursales deben ser eficientes en un sentido *ex-ante*, periodo que transcurre antes de que aparezcan los primeros signos de dificultades financieras, incluso cuando los contratos de deuda son realizados. En segundo lugar aparece la eficiencia intermedia, que se produce antes de la entrada en el procedimiento concursal, pero cuando la empresa ya comienza a atravesar por dificultades financieras. Por último, consideramos la eficiencia *ex-post*, que se produce una vez que la empresa ha entrado en el sistema concursal, momento en el que la situación de

---

<sup>2</sup> Holmstrom y Myerson (1983) exponen que el periodo *ex ante* comprende el momento antes de que los individuos reciban cualquier tipo de información privada. El intermedio será cuando la información es recibida pero no compartida y, finalmente, el periodo *ex post*, cuando la información privada es conocida por todos los agentes interesados.



insolvencia ya es conocida por todos los partícipes con interés en la marcha de la empresa.

Antes de estudiar con detalle cada uno de ellos, y analizar las implicaciones que se derivan para una correcta definición y estudio de las normativas concursales, resulta útil establecer cinco criterios que, de manera general, engloben la eficiencia de los procedimientos (Franks y Torous, 1992):

**Liquidación prematura o diferida.** Consiste en analizar los resultados según criterios de evaluación económica. Así, se deberán acometer nuevas inversiones si la rentabilidad es superior a la exigida a la inversión. Si, en estas condiciones, se opta por la desaparición de la empresa, nos encontraríamos ante una situación de liquidación prematura. Por el contrario, si se opta por una decisión de inversión cuando el valor en liquidación es superior nos encontramos ante una liquidación diferida.

**Adaptación a las condiciones jurídicas de las deudas.** Este criterio se relaciona con el grado en el que el procedimiento minimiza los problemas de la reestructuración. En este sentido, la eficiencia puede interpretarse por la rapidez y el bajo coste del procedimiento para mantener la prelación de los créditos. Desviaciones de la regla de prioridad absoluta a la hora de la devolución, que son frecuentes tanto en las reestructuraciones privadas como en las formales, suponen una ruptura del acuerdo original entre los prestamistas y el deudor.

**Costes directos del concurso.** Estos costes recogen los costes legales y de auditoría, considerados como costes directos improductivos.

**Costes indirectos.** Aquí se incluyen costes derivados de los problemas de sobreinversión o subinversión, pérdidas de oportunidades de negocio, deterioro de la imagen de la empresa, etc.

**Derechos de otros interesados.** Tales como empleados, proveedores, clientes, el Estado, etc.

Para el análisis detallado de los tres niveles de eficiencia de la legislación concursal, hemos adoptado como modelo de referencia el propuesto por White (1996). Con el objeto de facilitar la comprensión de la nomenclatura utilizada en él,

se presenta la tabla 2.1, en la que se recogen los principales parámetros utilizados y su definición:

**Tabla 2.1: Parámetros utilizados en el modelo de White (1996)**

<b>EFICIENCIA EX ANTE</b>	
$e_i$	Habilidad o esfuerzo directivo bajo una política concursal $i$
$V(e_i)$	Valor de la empresa bajo una política concursal $i$
$N$	Número total de empresas en la economía
$\Delta V(e_i)N$	Coste <i>ex ante</i> de una determinada política concursal
<b>EFICIENCIA INTERMEDIA</b>	
$d(e_i)$	Probabilidad de dificultades financieras bajo una política concursal $i$
$d(e_i)N$	Número de empresas con dificultades financieras
$d(e_i)NU_i$	Coste de subinversión bajo una política concursal $i$
$d(e_i)NO_i$	Coste de sobreinversión bajo una política concursal $i$
$f(e_i)$	Proporción de empresas ineficientes bajo una política concursal $i$
$D_i$	Coste por el retraso en la declaración para cada empresa
$f(e_i)d(e_i)ND_i$	Coste total por retraso en la declaración
<b>EFICIENCIA EX POST</b>	
$r_i$	Probabilidad de entrada en el procedimiento de una empresa ineficiente
$r_i f(e_i) d(e_i) N C_{II}$	Coste total por errores tipo I
$l_i$	Proporción de empresas eficientes liquidadas
$r'_i$	Proporción de empresas eficientes que entran en un procedimiento de reorganización
$s_i$	Probabilidad de reestructuración de una empresa eficiente
$[l_i + r'_i(1-s_i)]$	Coste total por errores tipo II
$(1-f(e_i))d(e_i)NC_{II}$	

Fuente: Elaboración propia a partir del modelo de White (1996)

### 2.2.1.- EFICIENCIA EX ANTE

La eficiencia *ex ante* consiste en maximizar el valor obtenido por los acreedores en el procedimiento concursal, propiciando la aparición de incentivos para que éstos ejerzan una actividad de control sobre las actuaciones de la empresa (Cornelli y Felli, 1997). De esta forma, la legislación tiene un efecto fundamental en los incentivos de las distintas partes implicadas al tomar sus decisiones, antes de que se produzca la entrada en el procedimiento, incluso antes de que exista cualquier indicio de dificultades financieras.

La regulación concursal tiene dos efectos principales sobre los incentivos en el comportamiento *ex ante* de todas las empresas. Al primero se le denomina efecto “castigo” para los directivos cuando la empresa entra en el procedimiento concursal,

y que les incentiva a tomar decisiones con el objetivo de evitar que la empresa llegue a tener problemas de insolvencia. Por otro lado, si la normativa protege especialmente los intereses de los acreedores, una vez que se ha iniciado el procedimiento, puede reducirse el coste de financiación para todas las empresas que operan en el mercado, por la disminución ejercida sobre el riesgo de los aportantes de fondos ajenos a la misma.

Para White (1996), el efecto “castigo”, originado por ineficiencias *ex ante* en el procedimiento, es el más importante, al afectar a todas las empresas, independientemente de cuál sea su situación de solvencia. En este caso, el valor futuro de la misma,  $V$ , depende del nivel de dedicación o habilidad de la dirección,  $e$ , asumiendo que, a mayor esfuerzo directivo, se incrementa el valor futuro de la empresa. El tratamiento aplicado por los procedimientos concursales ejercerá su influencia sobre el nivel de esfuerzo directivo, incentivando una mejor gestión cuanto más duramente sea tratada la dirección actual si, finalmente, se tiene que declarar legalmente la situación de insolvencia. Si el nivel de esfuerzo directivo, bajo una política concursal  $i$ , lo denotamos como  $e_i$ , el valor de la empresa promedio bajo esa política concursal será  $V(e_i)$ , por lo que  $\Delta V(e_i)$  representa la reducción en el valor esperado de la empresa bajo una determinada política concursal  $i$ . Si  $N$  es el número total de empresas en la economía, el coste *ex ante* de la política concursal  $i$  será  $\Delta V(e_i)N$ .

Por lo que se refiere al segundo efecto, relativo a la protección de los intereses de los acreedores dentro del procedimiento, se consigue mediante el respeto a la regla de prioridad absoluta en el orden de pago de las deudas de la empresa. Las expectativas que los acreedores tienen acerca del valor que van a recibir en caso de iniciarse un procedimiento concursal, influirán en los incentivos para sus decisiones, y, por lo tanto, contribuyen a determinar la eficiencia *ex ante* de la normativa. Además de su influencia sobre el coste de los recursos financieros, resultan también de gran importancia los incentivos para que el acreedor ejerza una actividad de vigilancia y control sobre la actuación de los directivos de la empresa<sup>3</sup>. La violación del orden de prioridad, que como veremos puede favorecer la eficiencia *ex post* del

---

<sup>3</sup> Uno de los principales papeles ejercidos por los acreedores en la economía es el control de las acciones del deudor (Jensen y Meckling, 1976).

proceso, reduce estos incentivos de control e incrementa el coste medio de capital para las empresas, lo que resultaría ineficiente desde un punto de vista *ex ante* (Cornelli y Felli, 1997).

### 2.2.2.- EFICIENCIA INTERMEDIA

Incluso bajo una política concursal completamente orientada a la consecución de la eficiencia *ex ante*, resulta inevitable la existencia de dificultades financieras en determinadas empresas, que también se verán afectadas por la normativa concursal, antes de producirse la declaración legal de insolvencia, aunque el número de ellas dependerá de la política concursal y su eficiencia *ex ante*. Si asumimos que existe una probabilidad de que la empresa tenga dificultades financieras,  $d$ , que dependerá directamente del nivel de esfuerzo de los directivos,  $e$ , que ya hemos visto que estará condicionado por las características de una política concursal  $i$ , el número de empresas con dificultades financieras será  $d(e_i)N$  (White, 1996).

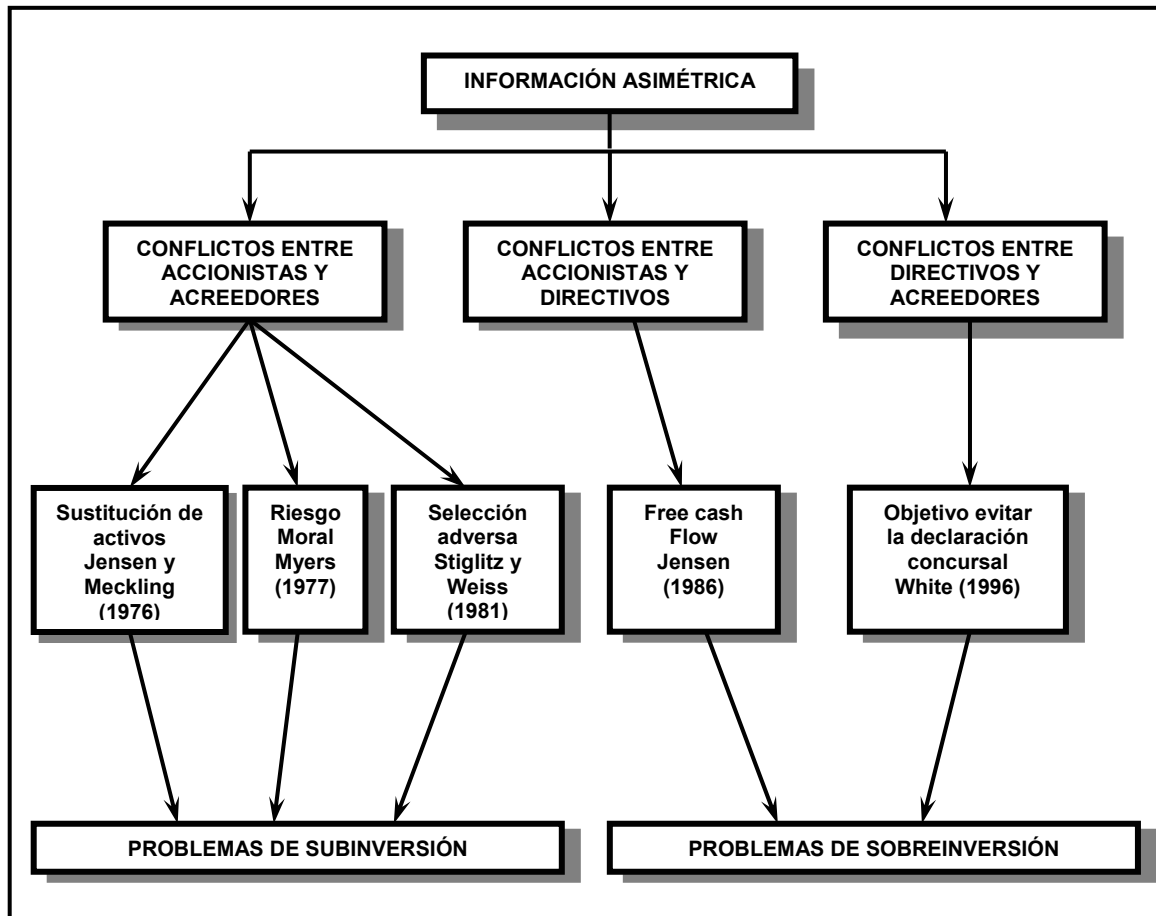
Antes de producirse la entrada en el procedimiento, se pueden manifestar distintos comportamientos ineficientes por parte de los directivos de la empresa: los problemas de sobreinversión, subinversión y el retraso en la entrada en el procedimiento.

#### 2.2.2.1.- Problemas de sobre y subinversión

La existencia de imperfecciones en los mercados de capitales, tales como la asimetría en la información y los costes de agencia, puede conducir a problemas de sobre y subinversión, es decir, que no todos los proyectos rentables serán llevados a cabo, y que se realizarán proyectos excesivamente arriesgados, con un valor actual neto negativo. En ambos casos, se plantea un conflicto de agencia cuyo protagonista es el riesgo moral, dada la dificultad de controlar las actuaciones del agente una vez que ha sido realizado el contrato.

De manera gráfica podemos observar cuáles son los conflictos existentes entre los *stakeholders* de la empresa que llevan a la existencia de estas decisiones subóptimas de inversión en el gráfico 2.1

Gráfico 2.1: Asimetrías de información y decisiones subóptimas de inversión



Fuente: adaptado de Morgado y Pindado (2003)

Por un lado existen problemas de subinversión, es decir, que no se lleven a cabo proyectos de inversión que tienen un valor actual neto positivo. En este caso, la empresa emite deuda con el objeto de financiar la realización de un proyecto, con un vencimiento posterior al de la realización de la inversión. De esta forma, el verdadero valor del proyecto se revelará a los inversores con posterioridad al vencimiento de sus contratos de deuda. En el supuesto de que el proyecto no se financie con la emisión de deuda, para tomar la decisión se compararía el resultado esperado del proyecto con la inversión requerida para realizarlo, de manera que la empresa realizará el proyecto si su valor va a ser superior al requerido para la inversión. Sin embargo, si el proyecto se financia a través de deuda, para que el accionista se beneficie con su realización, no sólo deberá generar una cantidad superior al valor de la inversión, sino que además deberá superar también el valor nominal de la deuda

emitida. La empresa renunciará a ejecutar determinadas oportunidades de inversión rentables cuando los beneficios repercutan únicamente sobre los acreedores.

En el gráfico se observa que esta situación puede ser fruto de la existencia de problemas de riesgo moral (Myers, 1977), selección adversa (Stiglitz y Weiss, 1981) o el problema de sustitución de activos puesto de manifiesto por Jensen y Meckling (1976), derivados de conflictos entre los accionistas y los acreedores de la empresa. Por lo que se refiere al riesgo moral, los accionistas pueden percibir que, debido a la prioridad de que gozan en caso de insolvencia, los acreedores se apropiarán del valor creado por la realización de una determinada inversión, por lo que no tendrán ningún incentivo a realizarla cuando su valor actual neto sea menor que la cantidad total de deuda emitida por la empresa. Además, nos podemos encontrar con problemas de subinversión debido a la selección adversa, que hará que los acreedores exijan una mayor compensación si no son capaces de distinguir *a priori* la calidad de las diferentes alternativas de inversión. Por último, el problema de sustitución de activos surge por el incentivo que tienen los accionistas a tomar excesivos riesgos, debido a su responsabilidad limitada, por lo que pueden destinar los fondos obtenidos en su financiación a proyectos más arriesgados de los que inicialmente habían sido comunicados a los acreedores. La existencia de información asimétrica después de realizados los contratos de deuda puede llevar a la aparición de subinversión, debido a un incremento en los costes de financiación, problemas de racionamiento de crédito o establecimiento de límites a la decisión de inversión (Morgado y Pindado, 2003).

En la misma línea, aunque desde otra perspectiva, surgen los problemas de sobreinversión, es decir, que se realicen proyectos de inversión que no sean económicamente rentables, con un valor actual neto negativo. Este problema procede de los conflictos de intereses de los directivos con el resto de los *stakeholders* de la empresa, tanto con los accionistas como con los acreedores. En presencia de información asimétrica, los directivos pueden utilizar los flujos de caja libres<sup>4</sup> para llevar a cabo proyectos de inversión con un valor actual neto negativo, si eso favorece sus propios intereses, aunque pueda resultar perjudicial para el resto de los partícipes de la empresa (Jensen, 1986).

---

<sup>4</sup> Los flujos de caja libres, o "*free cash flow*", son los flujos de caja disponibles para los directivos una vez que se han financiado todos los proyectos que generan valor.

En este caso, cuando los acreedores prestan unos recursos financieros, lo hacen a cambio de un precio fijado en función del riesgo que la empresa tiene en el desarrollo de su actividad. Sin embargo, este nivel de riesgo puede ser modificado, una vez que los fondos son obtenidos, con la realización de proyectos de inversión más arriesgados que para los que, en un principio, se había obtenido la financiación. Si este hecho se produce, el precio exigido por los acreedores no se corresponderá con el que hubieran pactado si se conociese *a priori* ese incremento indiscriminado del riesgo.

La preferencia de los accionistas por proyectos de inversión más arriesgados se ha explicado en la literatura financiera por la consideración de las acciones como una opción de compra europea sobre la propiedad de la empresa, de tal forma que el accionista tendrá la posibilidad de recuperarla de manos de los obligacionistas, al vencimiento de la deuda, con un precio de ejercicio igual al principal de la deuda. De acuerdo con Black y Scholes (1973), el valor de esta opción de compra se va a incrementar con la varianza de los flujos de caja generados por la empresa, por lo que se produce una transferencia de riqueza de los obligacionistas hacia los accionistas. Dicha transferencia aparece porque los obligacionistas tienen derecho a recibir una remuneración fija, que no se va a incrementar con un aumento del valor de la empresa, mientras que se puede ver reducida si los recursos generados no son suficientes para hacer frente al pago total requerido por los acreedores. En definitiva, si el empresario opta por la realización del proyecto de mayor riesgo, que beneficia a los accionistas, puede incrementar la probabilidad de insolvencia de la empresa, con lo que los acreedores se van a ver perjudicados.

Esta situación no va a plantear ningún problema si la decisión de inversión se toma con anterioridad a la realización del contrato de endeudamiento, puesto que el acreedor exigirá un precio por su financiación, acorde con el riesgo percibido de la realización de ese determinado proyecto de inversión. Sin embargo, en una situación de incertidumbre, con una clara existencia de información asimétrica a favor del empresario, y ante la existencia del riesgo moral por la incapacidad de desarrollar contratos que garanticen la ejecución del proyecto inicialmente pactado, el acreedor concederá los recursos siempre en las condiciones más desfavorables para la empresa, es decir, teniendo en cuenta que está prestando los fondos para la

realización del proyecto más arriesgado. Esta anticipación será la única forma de evitar ser objeto de fraude por parte de los accionistas.

El incentivo de los accionistas para realizar proyectos de inversión arriesgados puede ser solucionado por la reputación, ya sea de la empresa (Diamond, 1989) como de los propios directivos (Hirshleifer y Thakor, 1992). En ambos modelos, los directivos encuentran incentivos para realizar proyectos menos arriesgados, cuando la reputación conseguida por ello les suponga importantes ventajas o privilegios. Diamond (1989) analiza el efecto que la reputación de la propia empresa puede tener sobre la elección de inversiones menos arriesgadas, puesto que las empresas que históricamente no han atravesado por dificultades financieras se crean una reputación en el mercado de empresas solventes que, a lo largo de su actividad, han optado por la realización de proyectos seguros, lo que les puede reportar ventajas a la hora de negociar el interés de sus créditos, incrementando el valor empresarial. De esta manera, las empresas con una reputación adquirida optarán siempre por los proyectos más seguros, puesto que otra elección les supondría un riesgo excesivo, y la posibilidad de pérdida de los beneficios derivados de su reputación. De la misma manera, serán las empresas nuevas en el desarrollo de una determinada actividad económica las que tenderán a realizar proyectos más arriesgados, ya que aún no tendrán una reputación formada, y pueden aprovecharse de unos mayores beneficios en caso de que la inversión tenga éxito.

Todos estos problemas pueden verse agravados en las empresas con dificultades financieras, desde el momento en el que se empieza a manifestar la existencia de problemas de insolvencia hasta que se inicia el procedimiento concursal.

Los problemas de subinversión se agravan, ya que los accionistas y los directivos no tendrán incentivos para realizar proyectos de inversión rentables, si con ello no reducen la probabilidad de inicio del procedimiento concursal, pues este tipo de proyectos reduce la variabilidad de los rendimientos de la empresa, mejorando únicamente la situación de los acreedores (White, 1996). Si llamamos  $U$  al valor esperado de una empresa insolvente que no ha realizado proyectos rentables, el coste de subinversión de una determinada política concursal  $i$ , será  $d(e_i)NU_i$ , es decir, la



probabilidad de que una empresa tenga problemas de insolvencia bajo esa política concursal, por el número de empresas de la economía y por el valor de cada una de ellas, condicionada por los problemas de subinversión motivados por las características del procedimiento concursal.

Por otra parte, también los problemas de sobreinversión se pueden ver incrementados en las empresas con dificultades financieras, ya que los directivos tendrán fuertes incentivos para llevar a cabo inversiones excesivamente arriesgadas, si con ello evitan el inicio del procedimiento concursal. En este caso, si el proyecto finaliza con éxito, se consigue evitar, o al menos retrasar, la entrada en los mecanismos concursales, mientras que, si fracasa, la situación para los directivos no ha empeorado, siendo los acreedores los que soportan el coste de esa decisión. Si llamamos  $O$  al valor esperado de una empresa que realiza proyectos arriesgados con valor actual neto negativo, el coste de sobreinversión de una determinada política concursal  $i$ , será  $d(e_i)NO_i$ , es decir, la probabilidad de que una empresa tenga problemas de insolvencia bajo esa política concursal, por el número de empresas de la economía y por el valor de cada una de ellas, condicionada por los problemas de sobreinversión motivados por las características del procedimiento concursal.

#### *2.2.2.2.- Retraso de entrada en el procedimiento*

Los directivos de las empresas con problemas de insolvencia tienen un fuerte incentivo para retrasar el inicio del procedimiento concursal, incentivo que aumenta cuanto más severo sea el tratamiento que para ellos esté estipulado en la regulación. El coste que este retraso supone depende de si la empresa es económicamente eficiente o ineficiente, puesto que en el primer caso es prácticamente inexistente, mientras que en el segundo, el retraso en la entrada supone un incremento de los costes de insolvencia. Si denominamos  $f$  a la proporción de empresas con dificultades financieras que son económicamente ineficientes<sup>5</sup>, y  $D_i$  al coste originado por el retraso de entrada en el procedimiento, el coste total derivado de este tipo de situaciones será  $f(e_i)d(e_i)ND_i$ .

---

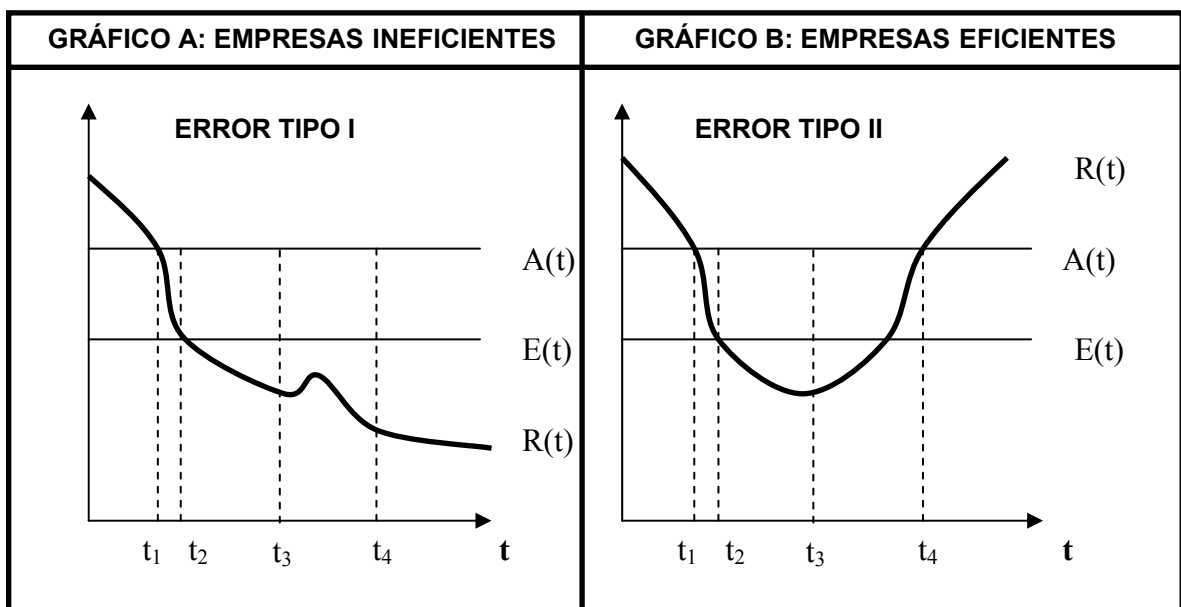
<sup>5</sup> Al igual que la probabilidad de que una empresa tenga dificultades financieras,  $d$ , esta proporción dependerá de las características de la normativa concursal, y sus efectos sobre el esfuerzo realizado por los directivos para mejorar la gestión de la empresa.

2.2.3.- EFICIENCIA EX POST

El último tipo de eficiencia es la denominada *ex post*, que se conseguirá cuando, como resultado del procedimiento concursal, se logre maximizar el valor de la empresa. Así, como ya hemos comentado, las empresas que entran en esos mecanismos pueden atravesar diferentes situaciones económicas, por lo que unas deberán ser liquidadas, mientras que el resto maximizarían su valor si se establecen los mecanismos necesarios para reestructurarlas y se les permite continuar sus operaciones.

La existencia de asimetría en la información hace que no se pueda observar, de manera inequívoca, cuál es la situación real de la empresa, por lo que cabe cometer dos tipos de errores: por un lado, el procedimiento concursal puede liquidar empresas cuyo valor como entidad en funcionamiento es mayor (error tipo II) y, por otro lado, se pueden reestructurar sociedades que, por su situación, deberían haber sido liquidadas (error tipo I). De manera esquemática, se presentan estas dos situaciones en el gráfico siguiente:

Gráfico 2.2. Problemas de información y eficiencia *ex post*



Fuente: Adaptado de White (1996)

Se puede observar la evolución a lo largo del tiempo de las rentas generadas,  $R(t)$ , por dos tipos de empresas, las representadas en el gráfico A, que son

económicamente ineficientes, y las del gráfico B que son eficientes.  $A(t)$  muestra el nivel de renta generado por el uso alternativo de los recursos de la empresa, mientras que  $E(t)$  representa los gastos generados por su actividad. Las rentas se van reduciendo a lo largo del tiempo, hasta el momento  $t_1$ , a partir del cuál existe una utilización alternativa de los recursos de la empresa, que resulta económicamente más eficiente. A partir del momento  $t_2$ , ambos tipos de empresa comienzan a tener pérdidas, situación que, si no se corrige, finalizará con la entrada en un procedimiento concursal en  $t_3$ .

En el momento en el que aparecen las dificultades financieras (entre  $t_2$  y  $t_3$ ), los inversores conocen los flujos de caja que la empresa ha venido generando en el pasado, pero solamente pueden realizar predicciones acerca de su comportamiento en el futuro, al desarrollar su actividad en un entorno de información incompleta (Wruck, 1990). Además, los distintos *stakeholders* están incentivados a presentar la información más conveniente para sus intereses, por lo que resulta extremadamente difícil determinar cuál es la verdadera situación de la empresa<sup>6</sup>. En este caso, las representadas en el gráfico A deberían ser liquidadas, mientras que las del gráfico B podrían ser reorganizadas y continuar en funcionamiento. El procedimiento concursal, por lo tanto, debe evitar que se produzcan errores en la calificación de la viabilidad de las sociedades, que llevan a soluciones ineficientes.

Se puede producir un error en la identificación de empresas económicamente ineficientes, de tal forma que se las permita entrar en el procedimiento de reorganización, asumiendo que no va a ser posible su saneamiento, por lo que, únicamente, se la consigue mantener funcionando durante un periodo de tiempo más. Si la probabilidad de que una empresa en dificultades financieras, pero económicamente ineficiente, entre en un procedimiento de reorganización es  $r$ , que dependerá de la política concursal establecida  $i$ , existirán  $r \int f(e_i) d(e_i) N$  empresas ineficientes que entran en un procedimiento de reestructuración. Si el coste de cada una también está afectado por las características de la política concursal y es igual a  $C_I$ , el coste total sufrido por errores tipo I será  $r \int f(e_i) d(e_i) N C_I$ .

---

<sup>6</sup> Incluso compartiendo las mismas predicciones sobre la generación futura de flujos de caja, pueden existir conflictos sobre la mejor manera de resolver las dificultades financieras, porque diferentes políticas de reestructuración distribuyen la riqueza entre accionistas, directivos y acreedores de manera distinta (Wruck, 1990).

También es posible que el procedimiento concursal no sea capaz de salvar empresas económicamente eficientes, pero que atraviesan por dificultades financieras, por lo que se produce un coste por la pérdida del valor de la empresa como entidad en funcionamiento. En este caso, el coste de cada una no reestructurada  $C_{II}$ , no depende de cuál sea la política concursal, puesto que es función de las propias características de la compañía. Bajo una determinada regulación de insolvencia  $i$ , el número total de empresas económicamente eficientes, pero en dificultades financieras será  $(1 - f(e_i))d(e_i)N$ . De todas ellas, una proporción  $l_i$  serán liquidadas, una proporción  $r'_i$  entran en un procedimiento de reorganización, y el resto  $(1 - l_i - r'_i)$  evitan la entrada en un procedimiento concursal, por medio de negociaciones privadas con sus acreedores. El error tipo II aparece siempre que se liquide una de estas empresas. Así, de todas las que entran en un procedimiento de reestructuración, no todas lo completan con éxito. Si esta probabilidad de éxito es  $s_i$ , existirá una proporción  $r'_i(1 - s_i)$  de empresas económicamente eficientes que originan costes por este tipo de errores. Teniendo todo esto en cuenta, el coste total para la economía de este tipo de errores tipo II será de  $[l_i + r'_i(1 - s_i)] (1 - f(e_i))d(e_i)NC_{II}$ . Así, el coste por errores tipo II depende tanto de cuál sea la efectividad de la política concursal identificando las empresas eficientes ( $r'_i$ ), como de su capacidad para salvarlas a través de un procedimiento de reorganización concursal ( $s_i$ ).

#### **2.2.4.- EFICIENCIA Y ORIENTACIÓN DE LA REGULACIÓN CONCURSAL**

La consecución de diferentes objetivos, que frecuentemente resultan opuestos, dificulta la regulación de los problemas de insolvencia empresarial. Si bien no se puede afirmar que exista un código de insolvencia óptimo, es cierto que una mala regulación puede provocar soluciones mucho menos eficientes, por lo que el diseño de la legislación concursal debe intentar cumplir con los tres niveles de eficiencia definidos en los tres periodos anteriormente estudiados.

Si no existiesen problemas de información asimétrica, y se pudiesen conocer de manera perfecta las perspectivas de futuro de la empresa, la eficiencia *ex-post* se conseguiría siempre, es decir, se liquidarían las empresas no viables mientras que se renegociaría con las empresas viables, para buscar una solución que permitiera su

continuación como empresa en funcionamiento. En esta situación de inexistencia de asimetría en la información, la legislación concursal se centraría en la consecución de la eficiencia *ex-ante*, lo que provocaría una orientación hacia la protección del acreedor, que incentivaría a los directivos a intentar evitar la declaración formal, ya que en ésta su poder de negociación se vería reducido. Sin embargo, la existencia de información asimétrica entre los directivos, mejor informados sobre la situación real de la empresa, y los acreedores, externos a la gestión y peor informados sobre la situación empresarial, provoca que la orientación de la legislación no esté tan clara. En estos casos, un sistema orientado hacia la protección del acreedor, que busque maximizar la eficiencia *ex-ante*, puede provocar que se liquiden empresas cuyo valor en funcionamiento sea mayor que su valor de liquidación y, por lo tanto, hacer que aparezcan ineficiencias *ex-post* en el proceso. Así, a la hora de plantear una ley concursal se debe buscar el equilibrio entre los dos tipos de eficiencia. Este equilibrio es muy complejo de conseguir, lo que hace que las regulaciones sean tan dispares entre los distintos países y que exista cierto consenso sobre la ineficiencia de todas ellas.

También desde el punto de vista de los acreedores existe un conflicto de intereses que afecta a la orientación de la legislación concursal (Povel, 1999). Por un lado, preferirán un procedimiento severo con el deudor, que incremente sus incentivos para generar suficientes beneficios como para hacer frente a sus obligaciones de pago. Por otro lado, también desearán evitar el consumo innecesario de recursos propiciado por decisiones subóptimas de inversión, que ese tipo de legislación hace aparecer antes de formalizarse la declaración legal de insolvencia. Además, este tipo de procedimientos severos con el deudor incentiva la ocultación de información por su parte, por lo que también nos encontramos con un efecto compensación entre la eficiencia *ex ante* y la intermedia, que viene a dificultar aún más la definición de una normativa concursal eficiente.

De manera resumida, podemos observar en la tabla 2.2 el comportamiento de los costes derivados de pérdidas de eficiencia bajo los dos tipos de orientación de legislación concursal:

**Tabla 2.2: Eficiencia y orientación de la legislación concursal**

	<b>Eficiencia <i>Ex ante</i></b>	<b>Eficiencia Intermedia</b>			<b>Eficiencia <i>Ex post</i></b>	
	<b>Efecto castigo</b>	<b>Subinversión</b>	<b>Sobreinversión</b>	<b>Retraso de entrada</b>	<b>Errores tipo I</b>	<b>Errores tipo II</b>
<b>Empresas afectadas</b>	Todas las empresas	Todas las empresas insolventes	Todas las empresas insolventes	Empresas insolventes ineficientes	Empresas insolventes ineficientes	Empresas insolventes eficientes
<b>Coste<sup>7</sup></b>	$\Delta V(e_i)N$	$d(e_i)NU_i$	$d(e_i)NO_i$	$f(e_i)d(e_i)ND_i$	$rjf(e_i)d(e_i)NC_{II}$	$[l_i + r'_i(1-s_i)](1-f(e_i))d(e_i)NC_{II}$
<b>Orientación hacia el acreedor</b>	Bajo	Muy Alto	Muy Alto	Alto	Muy Bajo	Alto
<b>Orientación hacia el deudor</b>	Alto	Bajo	Alto	Bajo	Muy Alto	Muy Bajo

Fuente: White (1996) y elaboración propia

Por lo que se refiere a la eficiencia *ex ante*, ya hemos comentado cómo las legislaciones orientadas hacia la protección de los acreedores ejercen un efecto “castigo” sobre el deudor, que hace que los costes *a priori* se reduzcan, tanto desde un punto de vista de cada empresa individual como global, al reducirse el número de empresas con problemas de insolvencia. Además, esto afecta positivamente a las posibilidades de financiación, al reducirse el riesgo de los acreedores y, por lo tanto, el coste medio de capital.

En cuanto a la eficiencia intermedia, si bien es cierto que bajo una política concursal orientada hacia los acreedores se reduce el número de empresas con problemas de insolvencia por la mejora de la eficiencia *ex ante* ( $d(e_i)N$ ), los costes por subinversión ( $U_i$ ) y sobreinversión ( $O_i$ ) se agravan en cada empresa individual, sobre todo en normativas que sean especialmente severas con la dirección actual de la sociedad. No obstante, estos problemas también aparecen en normativas orientadas hacia la protección del deudor. En este caso, el problema de subinversión se reduce considerablemente, pero el de sobreinversión permanece alto, aunque en menor medida, puesto que la declaración de insolvencia, bajo cualquier política, supone un perjuicio para los accionistas y los directivos de la empresa, por lo que tratarán de evitarla, incluso incurriendo en riesgos indiscriminados.

<sup>7</sup> La definición de las fórmulas utilizadas se ha presentado en la tabla 2.1 en este mismo capítulo, y su interpretación se ha desarrollado a lo largo de todo este segundo epígrafe.

En el caso de retrasos en la entrada se produce un efecto similar de manera global, al disminuir las empresas ineficientes que tienen dificultades financieras ( $f(e_i)d(e_i)N$ ) en normativas protectoras de los acreedores. Sin embargo, para cada empresa se produce un incremento por el coste de retraso en la entrada ( $D_i$ ). Por un lado, si la potestad de iniciar el procedimiento corresponde al deudor, tratará de retrasarla lo más posible. Si, como es más común en este tipo de mecanismos, son los acreedores los que pueden solicitar la declaración, el deudor tendrá un fuerte incentivo a ocultar su verdadera situación, lo que también llevaría a retrasos<sup>8</sup> y a la aparición de costes adicionales que reducen el valor de la empresa insolvente. En cambio, los sistemas que mantienen la empresa bajo el control de la dirección actual y están más cercanos a las posiciones del deudor evitan este tipo de retrasos, pudiendo incluso encontrarnos con empresas que inician el procedimiento con fines estratégicos, por la protección que este tipo de procedimientos les facilitan, y que pueden incluso suponer una ventaja frente a sus competidores (Delaney, 1992; Rose-Green y Dawkins, 2002).

Por último, por lo que se refiere a la eficiencia *ex post*, los efectos sobre los dos tipos de errores son opuestos. Así, bajo normativas orientadas hacia los acreedores, el número de empresas ineficientes que se reorganizan es muy reducido ( $r_f f(e_i)d(e_i)N$ ), mientras que se incrementa la probabilidad de liquidar empresas eficientes, por lo que los errores tipo II serán muy frecuentes. Por otro lado, bajo políticas menos severas con el deudor, los directivos de las empresas no rentables tratarán de lograr su supervivencia, siendo, en este caso, este tipo de actuaciones permitidas por la regulación concursal. Sin embargo, el número de empresas rentables liquidadas será muy bajo ( $[l_i + r'_i(1-s_i)] (1-f(e_i))d(e_i)N$ ), lo que evita la aparición de errores tipo II.

Esto se plasma en los objetivos que la legislación pretende lograr, que en cierto modo son contradictorios, puesto que por un lado tratará de salvar el mayor número de empresas, pero cumpliendo al máximo con las obligaciones contraídas por el deudor (Espina, 2002). No existe una fórmula que permita minimizar ambos tipos de riesgo (I y II) al mismo tiempo, ya que las medidas que tienden a reducir las

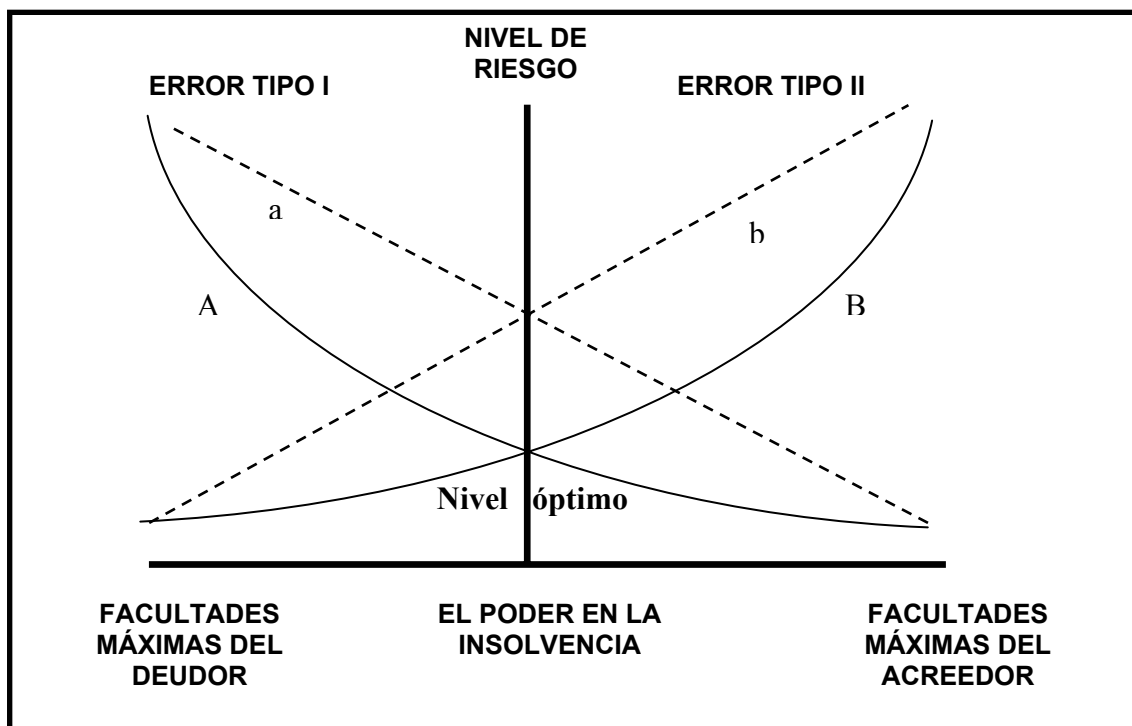
---

<sup>8</sup> En este caso, las posibilidades reales de retraso para el deudor se limitan a restricciones informativas, puesto que no suelen tener capacidad legal para oponerse a la declaración.

posibilidades de continuidad de empresas no rentables incrementan la liquidación de empresas que deberían continuar y viceversa.

Resulta extremadamente complicado saber con exactitud hasta dónde llegar en cada una de las direcciones, por lo que las reformas concursales de los últimos años han tratado de reequilibrar los poderes otorgados a las partes en caso de insolvencia. Espina (2002) muestra gráficamente la dificultad de encontrar el equilibrio, como podemos observar en el gráfico 2.3:

**Gráfico 2.3: Regulación de la insolvencia**



Fuente: Adaptado de Espina (2002)

En él se aprecia que los errores tipo I vienen asociados a legislaciones con un exceso de poder otorgado al deudor, mientras que los de tipo II lo están al caso del acreedor. No obstante, no se conoce la relación exacta entre la orientación concursal y este tipo de errores, es decir, no sabemos la forma que adoptan las funciones de los dos errores. Si éstas fueran lineales y tuvieran la misma pendiente, es decir, si cada error guardara la misma relación proporcional con el poder otorgado a cada parte, todo lo que se ganase al evitar errores tipo I, reduciendo el poder del deudor, se perdería aumentando el error tipo II (como se ve en el gráfico con las rectas a y b). Sin



embargo, a poco que las dos gráficas tengan forma hiperbólica, a medida que nos alejamos de los extremos reducimos el error asociado a cada zona, aumentando sólo ligeramente el de la contraria (como en las curvas A y B), siendo en este caso el óptimo la zona intermedia. Así, como ya hemos comentado, las reformas en la regulación concursal han tratado de encontrar un punto óptimo a través del equilibrio de poderes, que minimice los costes y consiga maximizar la eficiencia desde un punto de vista global.

De esta forma, no se puede hablar de una legislación concursal eficiente desde un punto de vista global, siendo necesario encontrar un equilibrio entre las distintas consecuencias que cada medida adoptada supone para las empresas de la economía en cualquier momento del tiempo, desde antes incluso de sufrir ningún indicio de dificultades financieras hasta que finaliza el procedimiento concursal establecido.

### **2.3.- APROXIMACIONES A LA REGULACIÓN DE LA INSOLVENCIA EMPRESARIAL**

Todos los procedimientos establecidos en las regulaciones de insolvencia empresarial presentan un balance, más o menos equilibrado, entre los distintos objetivos que se deben lograr, por lo que es preciso tener en cuenta las dos perspectivas diferentes del papel que ha de jugar la legislación concursal. Por un lado, reforzar el cumplimiento de los contratos de deuda que tiene la empresa, hecho fundamental para el buen funcionamiento de la financiación empresarial. Por otro lado, evitar la liquidación de aquellas empresas que son viables, estableciendo algún tipo de mecanismo que permita la reorganización de las mismas y evite su desaparición, con el propósito de reducir el coste social del fracaso empresarial (Easterbrook, 1990). No existe consenso sobre cuál debe ser el objetivo principal de los procedimientos concursales por lo que, en función de cuál se considere prioritario, conviven legislaciones muy diferentes, incluso entre los países más desarrollados y con afinidades socioculturales y económicas, como es el caso de Estados Unidos, con una legislación de marcado carácter de protección del deudor, y

del Reino Unido, con una legislación concursal orientada hacia la protección de los acreedores.

Esta doble finalidad de la regulación viene condicionada porque todas las empresas que declaran formalmente la situación de insolvencia están atravesando por dificultades financieras, pero entre ellas las hay económicamente eficientes e ineficientes. El procedimiento concursal deberá liquidar las segundas y permitir la reorganización de las primeras. Las empresas económicamente eficientes serán aquéllas para las que no exista un uso alternativo de sus activos que tenga un mayor valor, como sucede, por ejemplo, con aquéllas que utilicen activos muy específicos para la realización de su actividad. Esto hace que la distinción entre los dos tipos de empresa en dificultades sea muy complicada, ya que habría que determinar el valor del uso alternativo de los activos de la misma.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que estas dos perspectivas no tienen que ser contrarias. En unas condiciones ideales, los procedimientos que promueven la mejor reestructuración del deudor también servirán a los acreedores maximizando la recuperación de sus créditos, bien de manera inmediata, mediante la liquidación, o después de concluida la reorganización. Es la existencia de información asimétrica e imperfecta y los costes de transacción la que origina que estas condiciones ideales no se cumplan en el mundo real, generando focos de tensión entre los dos enfoques, entre los que la legislación concursal trata de buscar un equilibrio.

En este epígrafe se plantean los procedimientos disponibles en las diferentes normativas concursales, estableciendo las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos, para posteriormente introducir los modelos teóricos desarrollados en la literatura, que proponen una potenciación de los mecanismos de mercado en la resolución de los problemas de insolvencia, y que ponen de manifiesto la importancia de las relaciones de la normativa concursal con el tipo de sistema financiero que determina la estructura financiera de la empresa en cada economía.

### 2.3.1.- PROCEDIMIENTOS DISPONIBLES EN LA NORMATIVA CONCURSAL

Los procedimientos concursales existentes pueden, de manera general, clasificarse en dos categorías: la venta de los activos de la empresa o una negociación estructurada que trate de conseguir la reorganización de la misma.

#### 2.3.1.1.- Venta de activos

El procedimiento concursal más simple es la venta de los activos de la empresa bajo la supervisión de un interventor, ya sea de manera independiente o como una entidad en funcionamiento, distribuyéndose el producto de esa venta entre los acreedores, de acuerdo con el orden de prioridad establecido<sup>9</sup>. Este mecanismo, desde un punto de vista teórico, resulta interesante por su simplicidad y porque si los mercados de capitales funcionan correctamente, será eficiente desde un punto de vista *ex post* (Hart, 2000). Su principal inconveniente es que empresas viables pueden ver reducido su valor si se venden sus activos de manera independiente, lo que llevaría a su desaparición y a una pérdida de riqueza para todos sus acreedores. Sin embargo, este razonamiento no tiene en cuenta que no existe ningún impedimento para que exista una oferta para adquirir la empresa como una entidad en funcionamiento, por lo que si la entidad tiene un mayor valor que sus partes de manera independiente, es posible que exista una oferta que impida que la pérdida de valor se produzca (Baird, 1986).

El problema es que, para que este tipo de subastas funcione de manera correcta, es necesaria la existencia de liquidez en el mercado que promueva el mayor número de ofertas posible, y que además exista un alto grado de competencia entre los interesados en adquirir la empresa, lo que puede originar la aparición de dos inconvenientes: el *problema de financiación* y el de *ausencia de competencia* (Aghion *et al.*, 1992).

Por lo que se refiere al primero, el *problema de financiación*, si la empresa en dificultades tiene un valor elevado, puede resultar extremadamente difícil encontrar

---

<sup>9</sup> Generalmente, el orden de prioridad suele ser: deuda garantizada, deuda preferente, deuda ordinaria, deuda subordinada y, finalmente, accionistas. Sin embargo este orden no es una parte esencial del procedimiento, por lo que puede variar sin que eso signifique un cambio sustancial en el mecanismo de venta de activos o de liquidación de la empresa.

un único inversor que pueda realizar una oferta para adquirirla de manera individual, aún cuando lo considere una buena inversión, por la dificultad de obtener fondos para financiar esa adquisición. La manera natural de evitar este problema es conseguir que un grupo de inversores se haga cargo de la oferta pero, en este caso, aparecen unos elevados costes de transacción asociados a la unión de ese grupo que debe soportar, de manera conjunta, el riesgo de la nueva empresa resultante de la operación.

En el segundo caso, el *problema de ausencia de competencia*, aún suponiendo que existen numerosos inversores potenciales con la suficiente capacidad financiera para adquirir la empresa, no todos ellos pueden estar interesados en participar en la subasta, puesto que la preparación de una oferta supone incurrir en costes que, únicamente, podrá recuperar aquél que finalmente gane la subasta. Esto podría ocasionar que, en ocasiones extremas, la situación de equilibrio consista en un solo inversor que compre la empresa a bajo precio, por la ausencia de competidores que muestren interés en su adquisición<sup>10</sup>.

Los trabajos empíricos recientemente publicados para el mercado sueco, muestran que un sistema de venta de activos, basado en subastas monetarias, es más rápido y tiene menores costes que los mecanismos de negociación, evitando además que se produzcan desviaciones del orden de prioridad en los pagos (Thorburn, 2000a), si bien es cierto que en este estudio se analizan empresas de pequeño tamaño. Además, Strömberg (2000) defiende que el sistema sueco reduce los conflictos de intereses, pero puede conducir a liquidaciones ineficientes, aunque éstas se pueden evitar si la empresa es recomprada por los propios gerentes, lo que podría paliar, en parte, los problemas de iliquidez del mercado que dificulta este tipo de operaciones.

---

<sup>10</sup> Además, tanto el problema de financiación como el de ausencia de competencia se pueden ver incrementados al ser los principales interesados en la adquisición de la empresa el resto de compañías del sector, lo que dificulta la existencia de ofertas si los problemas se deben a una situación adversa generalizada, que afectaría a todas esas empresas (Shleifer y Vishny, 1992; LoPucki y Whitford, 1993).

### 2.3.1.2.- Negociación estructurada

No obstante, los problemas que presentan este tipo de procedimientos, especialmente en la modalidad de ineficiencia *ex post*, han conducido a un cierto consenso entre deudores, acreedores y la sociedad en general, acerca de la poca eficacia de estos mecanismos, por lo que se han desarrollado procesos que, mediante una negociación más o menos estructurada, traten de encontrar una solución a los problemas de insolvencia empresarial, siguiendo los preceptos aplicados por el Capítulo 11 de la legislación norteamericana. Estos procedimientos descansan básicamente en la necesidad de que las distintas partes implicadas deban llegar a un acuerdo acerca del futuro de la empresa, es decir, si ésta debe ser liquidada o debe continuar, y cómo su valor debe ser repartido entre todas ellas.

El procedimiento del Capítulo 11, como principal exponente de este tipo de mecanismos, ha recibido numerosas críticas: por su excesiva duración, por los altos costes que genera, por ser demasiado favorable al deudor o por no respetar el orden de prioridad absoluto en el pago de los créditos. Sin embargo, muchos de estos inconvenientes pueden ser reducidos o eliminados introduciendo cambios en las distintas fases del procedimiento, mientras que hay otra serie de inconvenientes inherentes a los mecanismos de negociación estructurada de este tipo, causados fundamentalmente porque en éstos se trata de tomar dos decisiones de manera simultánea: por un lado, qué se debe hacer con la empresa y, por otro, cuánto debe recibir cada una de las partes en el caso de una reestructuración de la misma. Al no poderse determinar de manera objetiva cuál será el valor de la sociedad reestructurada, resulta extremadamente complicado su reparto entre todos los agentes interesados, incluso aunque no exista desacuerdo acerca del valor y prioridad de todos los créditos. La valoración de la entidad en este tipo de procedimientos se deja en manos de los distintos participantes, que deciden su reparto a través de un proceso de negociación.

Por otro lado, los procedimientos concursales basados en la negociación entre las partes conducen a resultados ineficientes, tanto desde una perspectiva *ex post* como *ex ante* (Bebchuk, 2000):

En primer lugar, porque a lo largo de todo el proceso se produce una pérdida de valor, como consecuencia de los costes, directos e indirectos, que aparecen en su aplicación. Además, existen potenciales ineficiencias de la estructura resultante de la negociación, puesto que este tipo de mecanismos está generalmente sesgado a favor de la continuación de la empresa, lo que explica que muchas de las que se reorganizan vuelvan a sufrir problemas de insolvencia en los años posteriores (Hotchkiss, 1995; Alderson y Betker, 1999).

En segundo lugar, el reparto de valor en este tipo de mecanismos conduce, a menudo, a desviaciones en el orden de prioridad, por el poder que se le concede al deudor. No obstante, el tratamiento de los derechos de los acreedores y el orden de prioridad ha sido estudiado desde diferentes puntos de vista, por lo que no hay una evidencia concluyente de si su efecto es perjudicial o beneficioso para el éxito del procedimiento, existiendo trabajos que defienden una mayor eficiencia de los procedimientos de negociación desde un punto de vista empírico, incluso desde el punto de vista del grado de cumplimiento del pago a los acreedores (Eisenberg y Tagashira, 1994; Sundgren, 1998).

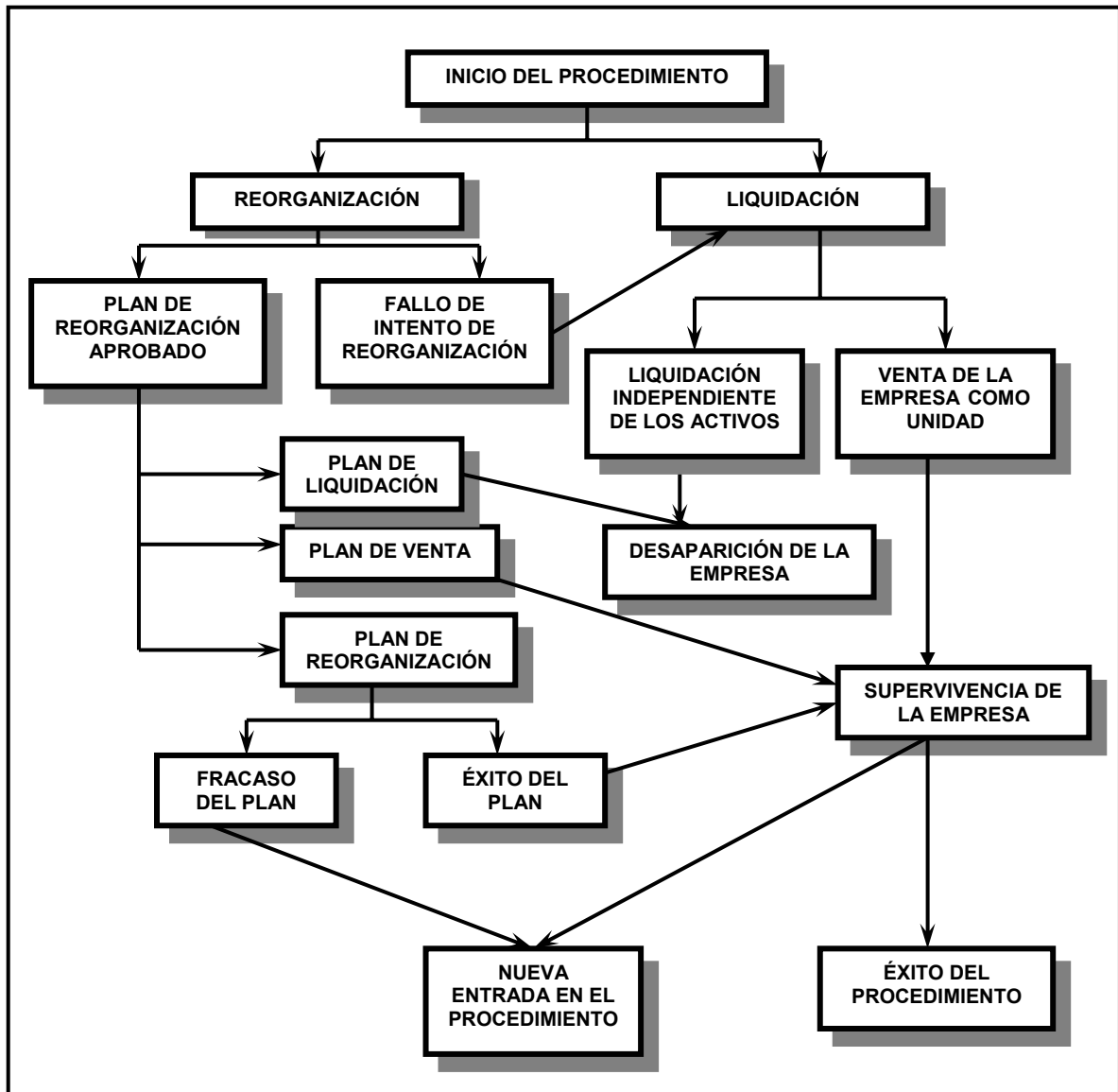
Esto dio lugar, incluso, a un debate público a través de diferentes artículos de los profesores Baird y Warren en los años 80. De una parte, el profesor Baird, junto con el profesor Jackson, defendían que el tratamiento de la prioridad en el cobro debía ser el mismo, independientemente de si la empresa había declarado o no su situación de insolvencia legalmente, mientras que, de otra, la profesora Warren abogaba por un tratamiento especial para las empresas dentro del Capítulo 11, que permitiera su supervivencia (esta polémica se produjo en Baird y Jackson (1984), Jackson (1982, 1985), Baird (1987) y Warren (1987)).

### *2.3.1.3.- Procedimientos concursales: síntesis de las diferentes alternativas*

En la práctica, la mayoría de las legislaciones de insolvencia contienen variaciones de los dos procedimientos. Por un lado la liquidación, en la que los activos del deudor son vendidos y su producto repartido entre los acreedores, de acuerdo con el orden de prioridad establecido. Por otro lado, son muchos los países que incluyen en su normativa un procedimiento de reestructuración bajo supervisión

judicial, en el que los distintos acreedores y el deudor negocian la mejor forma de reestructurar el activo y el pasivo de la empresa, con el objetivo final de mantenerla en funcionamiento. De manera general, las distintas alternativas que ofrece la legislación concursal se pueden recoger en el gráfico 2.4 (Couwenberg, 2001):

**Gráfico 2.4: Alternativas de la legislación concursal**



Fuente: Adaptado de Couwenberg (2001)

Como se puede observar, la mayor parte de los sistemas establecen la posibilidad de que la empresa sea liquidada directamente, o se pueda acoger a algún tipo de procedimiento que permita su reorganización y continuidad. La vía de la liquidación supondrá, en principio, dos posibles salidas: por un lado, la venta de cada

activo de manera independiente, lo que en realidad supone la desaparición efectiva de la empresa y, por otro, su venta como una unidad en funcionamiento, lo que lleva a la supervivencia de la misma, aunque generalmente supone un cambio en la propiedad y gestión. El final de esta vía será la continuidad, o la aparición de nuevos problemas que la lleven a entrar de nuevo en el procedimiento.

Por otro lado, la empresa también puede seguir la vía de la reestructuración, siempre que cumpla los requisitos exigidos por la normativa, para tratar de alcanzar un acuerdo que permita su reorganización. Si no se consigue ese acuerdo, la empresa pasará al procedimiento de liquidación descrito con anterioridad, mientras que, generalmente, el plan aprobado puede consistir en tres tipos de actuaciones: por un lado se puede llegar a un acuerdo de liquidación, con la consiguiente desaparición. Por otro lado, también se puede acordar la venta global de la sociedad, evitando su liquidación y cierre. Finalmente, el acuerdo puede consistir en la reorganización, reflejada en cambios en su estructura financiera, y por lo tanto también en su estructura de propiedad, que puedan mejorar su gestión y facilitar la salida de las dificultades. Normalmente, estas reorganizaciones comprenden el cambio de deuda por acciones, extensiones en el vencimiento de la deuda, o reducciones en el principal y los intereses. Sin embargo, si lo que se persigue es mejorar la eficiencia y la rentabilidad de la empresa, no sólo se deberá reestructurar el pasivo, sino que quizás sean necesarios cambios en el activo, desinversiones de las unidades de negocio que no sean productivas o líneas de producto no rentables, o la adopción de tecnologías de producción más apropiadas. Si la empresa no puede volver a ser rentable, incluso bajo un procedimiento de reestructuración eficiente, la lógica económica establece que debería desaparecer (Atiyas, 1995).

Una vez acordado el plan de reestructuración deberá ser aplicado, pudiendo concluir todo el procedimiento con éxito y, por lo tanto, con la continuidad de la empresa, o bien finalizar con un fracaso del plan, lo que la llevaría a tener que iniciar de nuevo el procedimiento.



### **2.3.2.- MODELOS TEÓRICOS DE RESOLUCIÓN DE LA INSOLVENCIA**

Los problemas que presentan los dos modelos concursales existentes, que acabamos de analizar, han provocado la aparición de diversas voces críticas, que proponen un mayor apoyo en los mecanismos de mercado para el tratamiento de las empresas con problemas de insolvencia<sup>11</sup>, y cuyo estudio procedemos a desarrollar a continuación.

#### *2.3.2.1.- Modelos apoyados en mecanismos de mercado*

Jensen (1991) propone que una manera sencilla de evitar los problemas de información y de incentivos, que surgen entre los distintos partícipes de la empresa, es permitir a cualquier parte (incluso externa) la realización de ofertas para la obtención de los derechos de control. Esto conlleva la existencia de una subasta, que terminará con la asunción por parte del ganador del control de la propiedad y sus operaciones. Por supuesto, la dirección puede acudir a la subasta, de manera individual o dentro de un grupo más amplio de inversores (que podría incluir a los actuales acreedores). La nueva estructura de capital deberá ser determinada por los nuevos propietarios, que estarán sujetos al control que de sus decisiones ejerza el mercado. Este sistema de subastas contribuye a reducir los problemas de información asimétrica de los procedimientos de negociación existentes, puesto que fuerza a los accionistas que deseen mantener el control de la empresa a aportar los fondos que consideran adecuados al valor de la misma.

Este sencillo mecanismo de subastas presenta dos ventajas sobre los procedimientos existentes: por un lado, separa los objetivos de valoración y de división y reparto entre los distintos partícipes. Por otro, evita la destrucción de valor que se produce por los conflictos entre los acreedores y accionistas a lo largo de todo el proceso de negociación. Además, disminuye la participación del tribunal y de agentes externos lo que, unido a la reducción en la duración, ocasiona unos menores costes directos de todo el proceso.

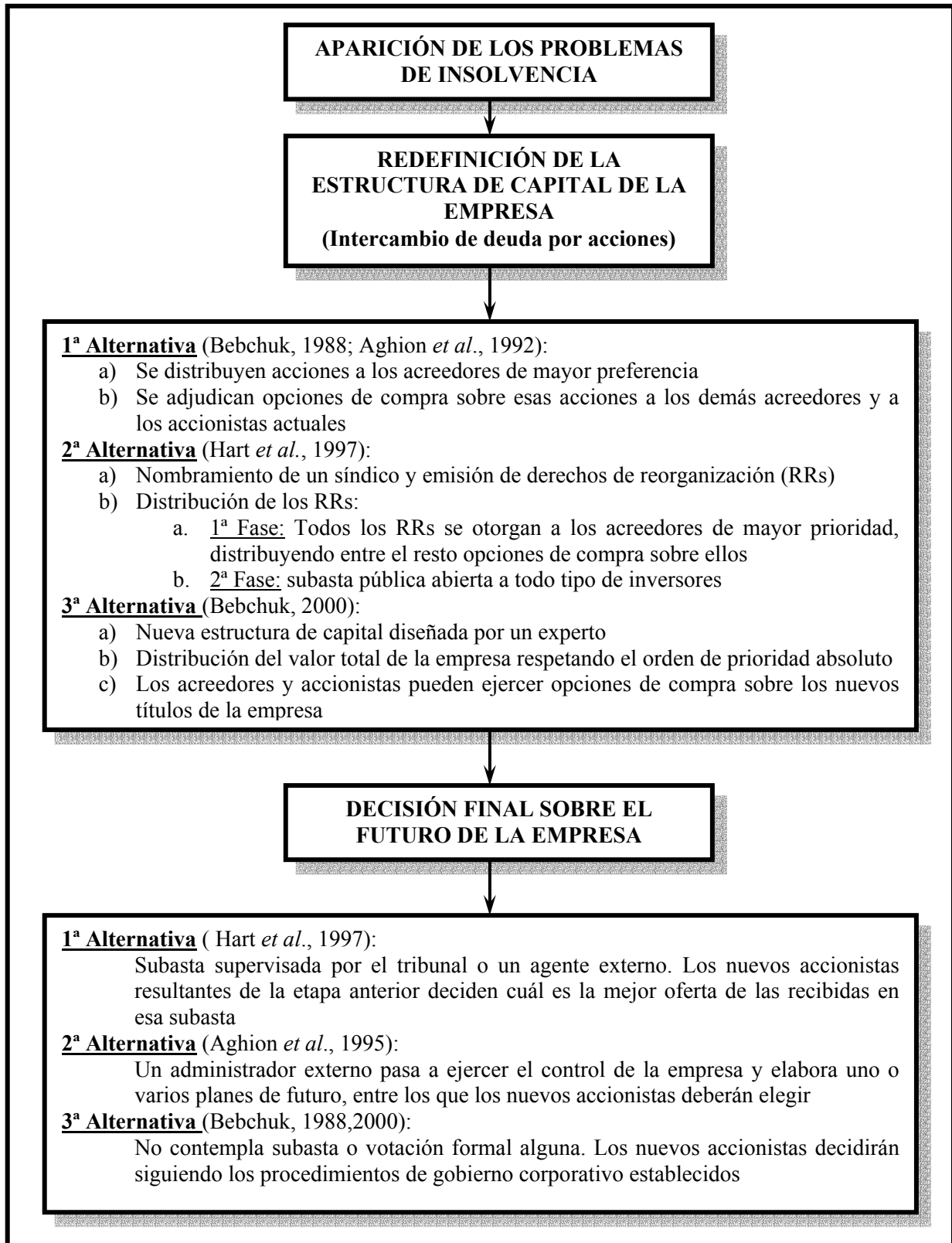
---

<sup>11</sup> Bebchuk (1988); Jensen (1991); Easterbrook (1990); Aghion *et al.* (1992); John (1993); Atiyas (1995); Hart *et al.* (1997); Berkovitch *et al.* (1998); Bhattacharyya y Singh (1999); Bebchuk (2000); Claessens (2001); White (2001); Hotchkiss y Mooradian (2003).

No obstante, la aplicación legal de esa filosofía necesita de una mayor concreción en su formalización, si se pretende presentar un mecanismo que sustituya a los procedimientos establecidos en las distintas regulaciones. Hart (2000) presenta un resumen de las aportaciones realizadas, en este sentido, por diversos autores, con procedimientos que permiten a los distintos partícipes decidir el futuro de la empresa, pero tratando de alinear el objetivo de todos ellos para evitar la aparición de conflictos de intereses, característicos de los mecanismos de negociación. Todos ellos suponen un intercambio automático entre deuda y acciones y, posteriormente, una subasta sobre los activos de la empresa, o bien una votación para decidir el destino de la compañía, aunque, al contrario que los procedimientos actuales, ahora la votación se produce entre un grupo homogéneo de accionistas.

El procedimiento básico responde al siguiente patrón: cuando una empresa tiene problemas de insolvencia, todas sus deudas son canceladas, pasando los acreedores a convertirse en los nuevos accionistas, que serán los que decidan si la empresa será liquidada o continuará su actividad. En todo este proceso hay dos aspectos que resultan cruciales, y para los que existen diferentes aportaciones que modelizan su realización: cómo se realiza el intercambio de deuda por acciones y cómo se toma la decisión sobre el futuro de la empresa. Las diferentes alternativas propuestas en cada una de las fases del proceso nos ha llevado al intento de su representación en el gráfico 2.5, a cuyo desarrollo pormenorizado dedicamos las siguientes páginas.

Gráfico 2.5: Procedimientos concursales apoyados en mecanismos de mercado



Fuente: elaboración propia

Por lo que se refiere al primer aspecto, es decir, el mecanismo de intercambio de los títulos de deuda por acciones, existen diferentes aportaciones que se exponen a continuación:

Si toda la deuda tuviera la misma prioridad, la forma más natural de realizar la conversión sería asignar todo el capital a los acreedores en proporción al valor de sus créditos, dejando una parte para los antiguos accionistas. Sin embargo, el proceso se complica en el momento que nos encontramos con diferentes tipos de acreedores, cuyos títulos gozan de distintas prioridades, puesto que resulta necesario definir qué proporción de capital corresponde a cada uno de ellos. Si únicamente existiese deuda asegurada y acreedores ordinarios, cabría la posibilidad de mantener la primera y convertir la segunda en acciones. Esto convertiría la empresa en solvente, siempre que el valor de los activos prestados como garantía superase a la deuda asegurada que aún permaneciese en la empresa. Sin embargo, si además existe algún tipo de crédito preferencial, como deudas salariales o con el Estado, esta clase de conversión resultará más compleja de aplicar.

La primera propuesta realizada para enfrentarse a este tipo de problemas, realizada por Bebchuk (1988), proponía eliminar toda la deuda, distribuyendo acciones a los acreedores con mayor preferencia, y opciones de compra sobre esas acciones a los acreedores ordinarios y a los accionistas actuales. Los acreedores ordinarios podrían ejercer sus opciones y comprar las acciones a los garantizados, pagando el valor correspondiente de los créditos de estos últimos, mientras que los accionistas podrían ejercer sus opciones pagando a todos sus acreedores. En este caso, se trata de un procedimiento descentralizado, en el que cada agente actúa de manera independiente. Con este mecanismo, ningún participante puede considerarse perjudicado con respecto a otro, puesto que siempre tiene la opción de comprar los títulos de los demás y colocarse en su posición.

Sin embargo, hay que señalar que este procedimiento presenta algún inconveniente, como que los acreedores ordinarios se ven obligados a aportar fondos (ejerciendo sus opciones) para cobrar los créditos impagados, suponiendo un problema si no tienen liquidez suficiente para ello. Una solución sería crear un

mercado para las opciones y las acciones de la empresa insolvente, que permitan negociar sus derechos a todas las partes implicadas.

Aghion *et al.* (1992) asumen la propuesta de Bebchuk (1988) para distribuir los derechos entre los distintos acreedores y accionistas de la empresa, siguiendo el siguiente esquema: la clase de acreedores con mayor prioridad (clase 1) recibe el 100% de las acciones, de tal forma que un acreedor individual que posee un crédito por valor  $d_1$  recibirá una fracción  $d_1/D_1$  de las mismas. No obstante, la empresa tiene siempre la facultad de recomprar esos títulos acciones a un precio de  $D_1$ , es decir, por la cantidad que esos acreedores tenían pendiente de cobro. Los acreedores con el siguiente orden de cobro (clase 2) reciben una opción de compra sobre las nuevas acciones de la empresa a un precio de ejercicio de  $D_1$ , teniendo, en este caso, la sociedad la posibilidad de recomprar esos derechos a un precio de  $D_2$ . De manera general, los acreedores pertenecientes a la clase  $i$  ( $3 \leq i \leq n$ ) tienen la opción de comprar acciones a un precio de  $D_1 + D_2 + \dots + D_{i-1}$ , pero la empresa puede recomprar esos derechos a un precio de  $D_i$ . Por último, los accionistas (clase  $n+1$ ) tendrán una opción de compra sobre las acciones a un precio de  $D_1 + D_2 + \dots + D_n$ .

Por ejemplo, supongamos una empresa que tiene 2 clases de acreedores ( $n = 2$ ) y la cantidad debida a cada clase es  $D_1 = 100$  € y  $D_2 = 200$  €. Si hay 100 acreedores en cada clase, y además 100 accionistas con una acción cada uno, la primera clase de acreedores recibe una acción nueva cada uno, cada miembro de la 2ª clase recibe una opción de compra para comprar una acción por un precio de  $D_1/100 = 1$  €, y cada accionista tiene una opción de compra por un precio de  $(D_1 + D_2)/100 = 3$  €<sup>12</sup>.

Hart *et al.* (1997) proponen una evolución de este sistema, permitiendo la participación de terceras partes que no tienen ningún derecho adquirido sobre los activos de la empresa en el momento de producirse la insolvencia. En este caso, al inicio del procedimiento se nombra un síndico que pasa a ejercer el control, y que

---

<sup>12</sup> Si la mejor oferta recibida se encuentra entre 100 € y 300 €, los accionistas no ejercerían su opción, pero todos los acreedores ordinarios si las ejercerían. Los acreedores garantizados verían satisfecha su deuda por valor de 100 €, finalizando el proceso con todas las acciones de la empresa en manos de los acreedores ordinarios, con lo que este esquema respeta el orden de prioridad absoluto en el cobro de los créditos.

emite cien derechos de reorganización (RRs<sup>13</sup>), cada uno de los cuales representa un 1% de la empresa y confiere el derecho a participar en la votación que decidirá el futuro de la compañía. Sin embargo, estos RRs se distribuyen mediante la realización de una subasta interna seguida de una externa, realizada en los siguientes términos:

En una primera fase, similar a la propuesta por Bebchuk (1988), todos los RRs se otorgan a los acreedores de mayor prioridad, teniendo el resto una opción de compra sobre esos derechos. De esta forma, todos estos inversores son tratados de manera preferencial antes de que se pase a la siguiente fase, consistente en una subasta pública abierta a todo tipo de ofertantes. El propósito de esta segunda fase es doble. Por un lado, permite a algunos acreedores la venta de sus derechos por dinero efectivo, con lo que se soluciona uno de los problemas que se habían planteado en el modelo de Bebchuk (1988). Además, por otro lado, se generan unos excedentes que pueden servir para compensar a aquellos acreedores que no hayan podido ejercer sus opciones por problemas de racionamiento de crédito o escasez de efectivo.

Finalmente, el propio Bebchuk en el año 2000 propuso una versión más completa del procedimiento basado en opciones, incorporando diferentes sugerencias y dando respuesta a preguntas que fueron surgiendo desde su propuesta inicial de 1988. Así, la empresa reestructurada debe ser dotada de una estructura de capital, que bien puede consistir únicamente en capital, o bien puede ser diseñada por un experto elegido por el tribunal, dado que, en cualquiera de los casos, una vez finalizada la reorganización, los nuevos accionistas podrán decidir cuál es la estructura de capital deseada para la nueva empresa que surge del procedimiento.

Siendo el valor total de la empresa  $V$ , se deberá proceder a su reparto entre los distintos agentes envueltos en el procedimiento, respetando los términos establecidos en sus contratos *a priori*. Se realiza una distribución secuencial, en la que se clasifican en función del orden de prioridad, respetando que, para que una clase reciba algún valor, las clases de mayor prioridad deben haber visto satisfecha su deuda en su totalidad. Esto supone que una clase determinada,  $i$ , obtendrá valor únicamente cuando las clases  $j < i$  hayan sido pagadas completamente. La totalidad pagada a cada clase  $i$  será  $D_i$ , siendo la última clase,  $n$ , la correspondiente a los

---

<sup>13</sup> *Reorganization Rights*.

accionistas antiguos de la empresa, cuyos derechos residuales serán  $D_n$ . Si  $\overline{D}_i$  es el valor total de los derechos de todas las clases con una prioridad superior a la clase  $i$  tendremos que  $\overline{D}_i = \sum_{j=1}^{i-1} D_j$ . Así, cada clase  $i$  obtendrá valor sólo si  $V > \overline{D}_i$ , teniendo en cuenta que el mayor valor que puede obtener es  $D_i$  y el menor 0, los derechos de cada clase  $i$  se pueden definir como  $E_i = \min [D_i, \max(0, V - \overline{D}_i)]$ .

En este caso, las opciones no son directamente distribuidas, sino que permanecen en manos de un agente externo (“*clearing agent*”), por lo que la decisión que tomen las distintas categorías de acreedores determinará, en última instancia, cómo deberá ser realizada la distribución final de los títulos de la nueva estructura de capital de la empresa. No obstante, ese agente externo no tiene ninguna posibilidad de actuar discrecionalmente, por lo que se limitaría únicamente a aplicar el procedimiento estipulado para responder a las opciones que irían ejerciendo cada uno de los participantes.

Una vez terminado el plazo en el que las distintas clases de acreedores pueden ejercer sus opciones, la empresa sale del procedimiento de insolvencia con una nueva composición de su estructura de propiedad. A lo largo de todo el procedimiento no resulta posible decidir, de manera eficiente, cuál debe ser el futuro de la misma, pero una vez que los derechos de control han sido repartidos siguiendo el mecanismo descrito, los nuevos accionistas de la compañía podrán nombrar una nueva dirección y decidir aquel destino para la empresa que maximice su valor.

Por lo que se refiere al segundo aspecto, en el que se debe decidir si la empresa va a ser reestructurada o liquidada, y que también aparece reflejado en el gráfico 2.5, existen tres mecanismos principales:

En primer lugar, se puede iniciar una subasta sobre la empresa, supervisada por el tribunal o algún otro agente externo, en la que se permiten realizar ofertas monetarias y no monetarias (Aghion *et al.*, 1992; Hart *et al.*, 1997). En estas últimas, se pueden ofrecer títulos en lugar de efectivo, siendo el caso más representativo el que pueden realizar los actuales dirigentes de la compañía, ofreciendo a los antiguos acreedores (que serán los nuevos accionistas de la empresa) una combinación de

acciones y deuda en la empresa reestructurada. Una vez recibidas todas las ofertas de ambos tipos, los nuevos accionistas votan para decidir cuál es la seleccionada.

En segundo lugar, un administrador externo, especializado en este tipo de situaciones, pasa a ejercer el control sobre todas las operaciones (Aghion *et al.*, 1995). Además, deberá elaborar un plan para su futuro, que puede consistir en su reorganización, su venta como entidad en funcionamiento o su liquidación, que deberá ser aprobado por los nuevos accionistas, a los que se les podrán presentar varios planes para que elijan la alternativa que estimen más conveniente<sup>14</sup>.

Una tercera alternativa, propuesta por Bebchuk (1988, 2000), no contempla la realización formal de ninguna subasta o votación, sino que el destino de la empresa venga determinado por los nuevos accionistas siguiendo los procedimientos de gobierno corporativo establecidos de manera general. Una vez que se realiza la conversión de deuda en acciones, se nombrará a los dirigentes, estando la empresa expuesta a la realización de alguna oferta pública de adquisición cuando finaliza el proceso de conversión.

Las tres alternativas propuestas difieren en el grado de participación de agentes externos en el procedimiento. No obstante, todas ellas se caracterizan por someter a cierto grado de presión a los actuales directivos, lo que trataría de incrementar la eficiencia *ex ante* de todo el proceso. Además, también se trata de mejorar la eficiencia *ex post*, trasladando la decisión del futuro de la empresa a un grupo homogéneo de inversores, que tendrán un fuerte incentivo para elegir la alternativa que maximice el valor de la empresa.

No obstante, Berkovitch *et al.* (1998) proponen un sistema basado en subastas, pero de carácter restringido, para favorecer la posición del deudor, siguiendo el siguiente esquema: en primer lugar, el deudor puede solicitar el inicio del procedimiento, pudiendo esta petición ser rechazada por los acreedores, en cuyo caso se mantendrían los contratos en su forma original. Si la petición es aceptada, se procede a una subasta de carácter restringido, en la que el deudor y cualquier otro inversor externo interesado, pueden realizar ofertas para hacerse con el control de la

---

<sup>14</sup> Hay que señalar que, en esencia, los distintos planes presentados por el administrador son, de hecho, una combinación de ofertas monetarias y no monetarias sobre los activos de la empresa (Hart, 2000).



empresa. Una vez resuelta la subasta, los acreedores verán satisfechos los créditos con la cantidad obtenida, respetando el orden de prioridad original de todos los contratos. Este mecanismo presenta similitudes con los descritos anteriormente, como por ejemplo, que la valoración de la empresa se realiza a través del mercado y no por medio del tribunal, lo que, en principio, mejora la eficiencia *ex post* de todo el proceso. Sin embargo, en este caso se incrementa el poder de negociación del deudor, lo que estos autores consideran mejorará los incentivos para tomar las decisiones correctas *ex ante*.

Este tipo de procedimientos basados en mecanismos de mercado, frente a los comúnmente aplicados de negociación estructurada, presentan la ventaja de tener una duración mucho más corta (con el ahorro en costes de insolvencia que ello conlleva), y propiciar la toma de decisiones de manera más eficiente, tanto desde una perspectiva *ex ante* como *ex post* (Bebchuk, 2000). No obstante, considerando las posibles ventajas e inconvenientes de los dos tipos de mecanismos, Hansen y Thomas (1998) defienden que la alternativa más eficiente dependerá de la situación específica por lo que atraviese la empresa, y proponen un sistema concursal flexible, que permita elegir la solución más adecuada en cada una de las circunstancias concretas que se puedan presentar.

### 2.3.3.2.- Legislación concursal óptima y tipo de sistema financiero

Berkovitch e Israel (1999) tratan de encontrar un modelo de legislación concursal óptimo, considerando que éste no será el mismo para todos los países, condicionado por la estructura de la información en la economía, como factor fundamental en la relación entre los acreedores y el deudor. De esta forma, una normativa concursal óptima siempre debe incluir un procedimiento orientado hacia la protección de los acreedores, que les permita liquidar la empresa si el deudor no puede convencerlos de las ventajas de su continuidad, con lo que se conseguiría mejorar las condiciones de financiación *ex ante* para todas las empresas del mercado. Sin embargo, un procedimiento que proteja especialmente los intereses del deudor únicamente resulta eficiente cuando los actuales directivos de la empresa no tienen

acceso a información privada que les permita utilizar ese procedimiento concursal con fines meramente estratégicos.

La propuesta de estos autores, teniendo en cuenta los distintos tipos de sistema financiero, se concreta de la siguiente forma:

La legislación concursal óptima para los países desarrollados con un sistema financiero continental, donde la mayor parte de la financiación se canaliza a través de las entidades de crédito, consistirá en un único procedimiento orientado hacia la protección de los acreedores. Por su parte, en los países desarrollados con un sistema financiero de tipo anglosajón, con un mayor desarrollo de los mercados financieros, la legislación óptima debería incluir dos procedimientos, uno orientado hacia la protección de los acreedores y otro hacia la protección del deudor. Por último, en países menos desarrollados, con sistemas de información poco operativos y financiación empresarial más concentrada, proponen también la existencia de dos procedimientos, siendo incluso mayor la protección hacia los gerentes de la empresa que en el caso de los sistemas anglosajones.

Los dos procedimientos básicos que proponen, que serán óptimos en función de que los acreedores tengan o no información completa, se describen a continuación.

**Mecanismo orientado al acreedor:** en el caso de economías en las que los acreedores tienen acceso a toda la información de manera completa, cuando se produce la petición de inicio del procedimiento, por parte del deudor o de los acreedores de manera indiferente, el tribunal permite a la empresa realizar una propuesta por parte del primero, que los acreedores pueden aceptar o rechazar. En este último caso, el tribunal procede a liquidar la empresa y satisfacer los créditos de los acreedores, mientras que la aceptación de la propuesta supone la conversión de los títulos en nuevos contratos de deuda.

**Mecanismo orientado al deudor:** en economías en las que se considera que los acreedores no están perfectamente informados, si los directivos realizan la petición de inicio del procedimiento, el tribunal permite a los acreedores realizar una proposición única que el deudor puede aceptar, en cuyo caso la deuda se convierte en

nuevos contratos, o rechazar, continuando entonces la empresa con los contratos originales de deuda.

Estos dos mecanismos básicos forman parte de legislaciones óptimas de insolvencia, en el caso de economías reales, que se asemejen a alguno de los modelos teóricos propuestos con anterioridad.

En el caso de países con sistemas financieros anglosajones, caracterizados por un menor grado de información por parte de los acreedores, proponen un sistema denominado “código dual aleatorio”<sup>15</sup>, que consiste en un procedimiento protector del deudor y otro del acreedor, que se aplicarían de la siguiente manera: si el acreedor es quién solicita el inicio del procedimiento, se aplicará el mecanismo orientado al acreedor descrito con anterioridad. Si el que solicita el inicio es el deudor, el tribunal utiliza, de manera aleatoria, el mecanismo orientado al acreedor o al deudor.

En el caso de sistemas financieros continentales, caracterizados por acreedores bancarios con mayor acceso a la información, el sistema propuesto anteriormente es ineficiente, porque la capacidad que el deudor tiene de anticipar las decisiones de los acreedores le da una ventaja estratégica importante. En este caso, proponen un sistema de “código único”<sup>16</sup>, que aplicará el mecanismo orientado al acreedor descrito anteriormente, que será óptimo porque a los acreedores no les resulta rentable incentivar a los directivos para revelar la información que ya tienen, puesto que disponen de la suficiente como para tomar una decisión eficiente.

Por último, para los países menos desarrollados, proponen un procedimiento denominado “Código dual determinístico”<sup>17</sup>, que consiste en aplicar el mecanismo orientado al acreedor cuando éste sea el que comience el procedimiento, mientras que se aplicará el mecanismo orientado al deudor, cuando el inicio se haga a instancias de la dirección de la propia empresa.

De manera resumida, la propuesta realizada por Berkovitch e Israel (1999) queda sintetizada en el siguiente gráfico:

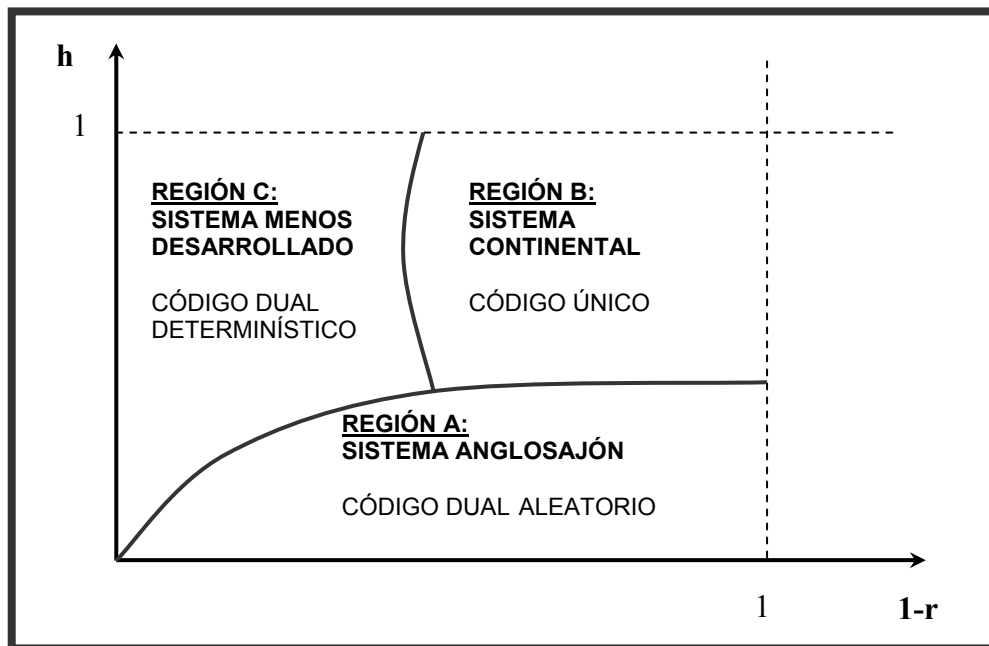
---

<sup>15</sup> *Randomized Dual Chapter Code.*

<sup>16</sup> *Single Chapter Code.*

<sup>17</sup> *Deterministic Dual Chapter Code.*

Gráfico 2.6: Estructura de la información y legislación concursal óptima



Fuente: Berkovitz e Israel (1999)

El gráfico describe la relación existente entre la estructura de la información y los sistemas financieros. La variable  $h$ , representada en el eje de ordenadas, mide el nivel de información disponible para los acreedores en la economía, mientras que la variable  $1-r$ , en el eje de abscisas, representa la calidad de la información. En el gráfico se observa como la orientación de la legislación concursal óptima para cada país estará en función de la disponibilidad de información y la calidad de la misma para los acreedores, aspectos directamente relacionados con el tipo de sistema financiero existente en cada país, y de cuál sea la fuente principal de financiación de las empresas en la economía.

No obstante, en nuestra opinión, este modelo puede encontrarse con distintas dificultades que impidan su implantación. Por un lado, en la mayor parte de los países desarrollados, el tipo de sistema financiero no se encuentra en uno de los dos extremos propuestos, sino que existen matices que pueden invalidar las premisas de partida en las que basan la argumentación para su propuesta de normativa. Por otro lado, el sistema propuesto deja muchos detalles sin especificar, por lo que, teniendo en cuenta el escaso éxito que ha tenido la implantación de sistemas basados en subastas, mucho más consolidados como propuesta académica alternativa a los

mecanismos existentes, no parece que este esquema pueda tener aceptación por los legisladores a la hora de plantearse una modificación de los procedimientos concursales.

Sin embargo, se ha optado por describir de manera detallada la propuesta de Berkovitch e Israel (1999) por su valor como modelo simplificado que ayude a comprender una realidad mucho más compleja. Así, su modelo puede indicar una de las posibles causas que hacen que las legislaciones concursales sean tan dispares entre los diferentes países. La hipótesis de que la estructura informativa de la economía de cada país puede originar que diferentes sistemas concursales puedan ser eficientes, en función del tipo de sistema financiero vigente en el país en el que se aplican, puede servir como explicación de la variedad de procedimientos existentes en la actualidad, incluso dentro de ámbitos supranacionales como la Unión Europea. No obstante, si bien es cierto que este planteamiento resulta un avance importante, no parece que se haya llegado a una conclusión definitiva. La evidencia empírica no respalda estas conclusiones, si tenemos en cuenta que el paradigma de legislación protectora del deudor es el Capítulo 11 de Estados Unidos, y el de la protección de los acreedores el del Reino Unido, países que tienen una evidente afinidad, no solamente en cuanto a su tipo de sistema financiero, sino también de tipo sociocultural e histórico. Por lo tanto, resulta necesario que, en los próximos años, se siga profundizando en investigaciones que permitan explicar las diferencias entre las legislaciones, y si existe un procedimiento óptimo general, o éste vendrá condicionado por características específicas del país o la zona económica dónde se vaya aplicar, aspecto crucial especialmente dentro de la Unión Europea.

#### **2.4.- NORMATIVAS CONCURSALES EN LA UNIÓN EUROPEA**

A lo largo del presente capítulo, se han expuesto diferentes aspectos de la legislación concursal, tanto referidos a cuáles son los objetivos que debe cumplir una normativa concursal para actuar de manera eficiente desde distintas perspectivas temporales, como los distintos modelos aplicables, tanto el esquema de funcionamiento de la mayor parte de los sistemas existentes, como las propuestas teóricas realizadas desde el ámbito académico. No obstante, resulta necesario

analizar, con todo detalle, los sistemas concursales de los países que van a formar parte del análisis empírico posterior.

Todos los sistemas concursales que se van a estudiar pueden, en mayor o menor medida, atenerse al esquema que se ha presentado en el apartado 2.3.1.3. No obstante, las disposiciones concretas que se establecen en las distintas fases originan diferencias, que en muchos casos dan lugar a legislaciones prácticamente opuestas. ¿Cómo se decide si la empresa debe seguir la vía de la liquidación o de la reorganización?, ¿Quién decide si la empresa se puede vender en su conjunto o debe hacerse de manera individual?, ¿Cómo se aprueba el plan de reorganización?, etc. Estas son algunas de las cuestiones generales que se regulan de manera diferente en cada uno de los países.

A continuación, vamos a exponer las características fundamentales de las políticas concursales aplicadas en los países sobre los que se realiza esta investigación. Se comienza exponiendo toda la normativa correspondiente al Reino Unido, que presenta las características más singulares. Posteriormente se analizan los sistemas de Alemania, Francia y, para finalizar, España, en la que se expone tanto la regulación antigua como la nueva ley concursal aprobada en 2003 y que ha entrado en vigor el 1 de septiembre de 2004<sup>18</sup>.

#### **2.4.1.- LEGISLACIÓN CONCURSAL EN EL REINO UNIDO: LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES**

La normativa concursal que regula el tratamiento de las empresas en crisis en el Reino Unido, está contenida en la Ley de Sociedades (*Companies Act 1985*), la Ley sobre Insolvencia (*Insolvency Act 1986*) y las Normas sobre Insolvencia (*Insolvency Rules 1986*)<sup>19</sup>. A lo largo de toda esta legislación, se desarrollan los

---

<sup>18</sup> Para una revisión de los procedimientos concursales que aquí se presentan se puede consultar Campbell (1992); García Villaverde (1993); Council of Europe Proceedings (1994); Stilpon (1994); Rajak *et al.* (1995); Gozalo (1995a y 1995b); González Pascual (1995 y 2003); Candelario Macías (1996); Kaiser (1996); Franks *et al.* (1996); Brown (1996); Espina (1999); Carro Arana (2000); Mokal (2005).

<sup>19</sup> Toda esta legislación es únicamente aplicable para las empresas de Inglaterra, Escocia y País de Gales. Es necesario señalar que aunque existe una legislación similar que regula estas situaciones en Irlanda del Norte, se encuentra contenida en la *Insolvency Order* (1989), y presenta algunas diferencias con la que aquí se desarrolla (para una revisión con detenimiento de las regulaciones de Irlanda del Norte, Escocia e Inglaterra y Gales ver Campbell (1992)).

distintos procedimientos de solución de los problemas de insolvencia empresarial. Por un lado tenemos la regulación de la liquidación de la empresa, en la que el acreedor con garantías se encuentra muy protegido, y cuyo objetivo es la venta de los activos y la satisfacción de las deudas que ésta tenía con sus acreedores con el producto de la venta y, por otro lado, distintos procedimientos que pretenden evitar esa liquidación inmediata de la empresa. Estos procedimientos de reestructuración que la legislación concursal del Reino Unido establece son la Sindicatura (*Receivership o Administrative Receivership*), la Administración (*Administration Order*) y el Convenio Voluntario, ya sea al amparo de la Ley de Insolvencias de 1986 (*Company Voluntary Arrangement*), o bajo la Ley de Sociedades de 1985 (*Scheme of Arrangement*).

El procedimiento más comúnmente utilizado, dentro de las posibilidades de reorganización que la legislación ofrece, es la Sindicatura. En este caso el síndico, que pasa a ejercer el control de la empresa en dificultades, es nombrado por un acreedor. Nos podemos encontrar con el nombramiento de un síndico o de un síndico-administrador, en función del tipo de crédito que posea el acreedor que inicia el procedimiento, con lo que existen dos posibilidades distintas dentro de la Sindicatura. La figura del síndico aparece cuando el acreedor que lo nombra está en posesión de un crédito garantizado con una carga fija<sup>20</sup>. En este caso, el procedimiento concursal recibe el nombre de *Receivership*. Sin embargo, el síndico-administrador es nombrado por un acreedor con una carga flotante, siendo en este caso el proceso conocido como *Administrative Receivership*. El tribunal también tiene la facultad de nombrar un síndico como una solución excepcional, si bien esta situación es muy poco común, al hacerse todo el proceso más lento y costoso.

Los dos procedimientos que componen la Sindicatura son rápidos y suponen menores costes que los mecanismos más formales, puesto que el nombramiento del síndico es efectivo desde el momento en que él mismo acepta la proposición, al no ser necesaria la intervención directa del tribunal en su designación. Es el procedimiento que da a los acreedores con garantías las mayores posibilidades de

---

<sup>20</sup> Una carga fija supone que el crédito está garantizado por algún activo específico de la empresa, como por ejemplo las deudas aseguradas mediante una garantía hipotecaria. Una carga flotante implica que el crédito esté garantizado por el conjunto de activos existentes en la empresa, pero sin estar sujeto el cumplimiento de la deuda a ningún activo concreto.

controlar las acciones que vayan encaminadas a obtener la satisfacción de su crédito, con lo que los acreedores que tienen la posibilidad de nombrar un síndico no tendrán ningún incentivo para forzar a la empresa a entrar en un proceso de liquidación.

Para comprender mejor toda la regulación que en el Reino Unido se establece sobre los derechos de cobro de las deudas que la empresa tiene contraídas, debemos distinguir tres tipos de acreedores: los asegurados o garantizados, los preferentes y los no garantizados. Los primeros son los que tienen una garantía, fija o flotante, sobre algún activo de la empresa. Por el contrario, los no garantizados no poseen ninguna garantía que asegure sus créditos, que generalmente suelen haberse originado como consecuencia de las transacciones comerciales realizadas por la compañía. Por último, los preferentes son una clase de acreedores no garantizados a los que la legislación otorga un especial tratamiento, y en los que se incluyen las deudas con el Estado y los salarios de los empleados.

La principal responsabilidad del síndico es liquidar el activo que constituye la garantía, para que la deuda que la empresa tiene con el responsable de su nombramiento se vea cumplida. Para llevar a cabo ese objetivo, únicamente queda bajo su control el activo que constituye esa garantía. Sin embargo, el síndico-administrador asume el control sobre toda la empresa, con el objetivo de conseguir un valor suficiente para satisfacer el crédito con garantía flotante del acreedor que lo ha nombrado. De esta forma, el principal compromiso del síndico en ambos casos es con el responsable de su nombramiento, si bien la ley establece que no debe perjudicar con su actuación la situación de los acreedores sin garantía, debiendo intentar obtener por los activos vendidos un precio de mercado que no se limite a satisfacer únicamente los intereses de los acreedores garantizados. En la mayoría de las ocasiones la empresa continúa funcionando, al menos durante algún tiempo, pero en ambos casos el deudor pierde el control y es el síndico el que debe decidir si la compañía debe continuar con su actividad o debe ser liquidada. De manera general, la continuidad de la empresa se decidirá si presenta un *cash flow* positivo (Franks y Torous, 1992). Cuando una sociedad afronta la entrada en un proceso de Sindicatura es porque los recursos que ha generado con la realización de su actividad no le han permitido cumplir con las obligaciones de pago que tenía contraídas con sus



acreedores. Si la empresa no es capaz de generar un *cash flow* positivo, no podrá mantener su actividad a menos que pueda obtener nueva financiación.

Sin embargo, la legislación concursal en el Reino Unido no facilita la obtención de nuevos recursos financieros, una vez que se está dentro del procedimiento de Sindicatura. El síndico es personalmente responsable de cualquier pasivo que se origine tras su nombramiento, lo que generalmente le hará inclinarse hacia la liquidación de la empresa, si ésta no es capaz de generar recursos que le permitan mantener su actividad. Además, la financiación obtenida tras la declaración de insolvencia no tiene carácter prioritario con respecto a la ya existente, lo que origina que, en la mayor parte de los casos, sean los propios acreedores con garantía los que deban aportar los nuevos recursos. Como podemos observar, la obtención de nuevos fondos se va a ver obstaculizada tanto por el lado de la propia empresa, gestionada por el síndico, como por el lado de los posibles aportantes de efectivo a la compañía.

Además de la existencia de esta restricción a nuevos créditos, el mantenimiento de la actividad empresarial y la negociación con los acreedores se encuentra con otras dificultades. La decisión se tiene que tomar con rapidez y, por ello, con escasez de información, lo que hace que se oriente claramente hacia un proceso liquidador. Además, el inicio de este procedimiento no implica la suspensión de las ejecuciones por parte del resto de los acreedores, lo que va a dificultar las posibilidades de continuidad. No obstante, a pesar de todo esto, la entrada en un procedimiento de Sindicatura no implica necesariamente su disolución. Una posibilidad que evite la desaparición de la empresa es su venta como “empresa en funcionamiento” (*going concern*) lo que, en principio, supondría un cambio en la propiedad, aunque el comprador puede ser también el equipo gestor de la propia compañía, que es quien conoce mejor la situación real por la que está atravesando la empresa. Como norma general, el nombramiento de un síndico no implica el fin de los contratos laborales de los empleados, a menos que éstos sean incompatibles con

el propio procedimiento<sup>21</sup>, pero en los casos en que se produce la venta de la empresa, nuevamente nos encontramos con que la ley pone el énfasis en la protección de los acreedores frente a otros partícipes de la empresa, en contraste con otras legislaciones europeas como la francesa, puesto que es usual que el síndico-administrador despida a los empleados antes de la venta de la empresa, dejando al comprador la opción de contratarlos de nuevo si lo desea (Kaiser, 1999).

Esta posibilidad que la ley ofrece de realizar la venta de la empresa es uno de los argumentos que se esgrimen a favor de esta legislación, puesto que puede ser tan efectiva como la reorganización, y reduce los costes del proceso. Sin embargo, los detractores de este procedimiento de Sindicatura señalan que el síndico no tiene incentivos para maximizar el valor del negocio, y que únicamente tratará de que el acreedor que lo ha nombrado vea satisfecha su deuda. Franks y Torous (1992) defienden que la búsqueda de reconocimiento y prestigio puede incentivar al síndico para que su actuación no se limite únicamente a satisfacer la carga fija o flotante por la que fue nombrado.

Una vez que el procedimiento de Sindicatura ha terminado, es decir, que el acreedor garantizado que había nombrado al síndico ha visto satisfecha su deuda, los activos restantes vuelven a estar bajo el control de la dirección de la empresa. Si se encuentra en liquidación, el control de estos activos pasará a manos del liquidador, mientras que si no existe ese excedente, la empresa desaparece sin realizarse ningún reparto posterior.

Como se puede deducir de lo expuesto hasta ahora, los dos mecanismos que incluye la sindicatura no pueden ser utilizados por todos los tipos de acreedores, e incluso la propia compañía no tiene la facultad de acogerse a ellos. El procedimiento de Administración, regulado por la *Insolvency Act* de 1986, se instauró con el objeto de facilitar a los acreedores que no poseen ninguna garantía flotante el acceso a una figura similar a la del síndico-administrador. Antes de la ley de 1986, este tipo de acreedores únicamente podía acudir a la liquidación, lo que limitaba sus opciones para recuperar la deuda contraída por la empresa y podía forzar la desaparición de

---

<sup>21</sup> Lo que puede ocurrir con los contratos de la alta dirección, ya que sus funciones pasan a ser realizadas por el síndico-administrador. Esto no implica la extinción automática de este tipo de contratos, pero sí supone la posibilidad de que la alta dirección quede fuera de la empresa al iniciarse el procedimiento, lo que no ocurre para el resto de la plantilla.

aquéllas económicamente viables. La petición de Administración para la compañía puede ser realizada por el deudor o por cualquier acreedor, aunque generalmente es la propia empresa quién inicia este tipo de actuaciones. Para decidir sobre la aceptación de la petición, el tribunal debe comprobar, por un lado, que la empresa está en una situación de incapacidad para hacer frente a sus deudas<sup>22</sup>. Por otro lado, el objetivo que se espera lograr con la Administración debe ser la supervivencia, la aprobación de algún acuerdo con los acreedores, regulado en la normativa, o la realización más efectiva de los activos que la que permitiría lograr la liquidación. Exceptuando este último propósito, la Administración no está diseñada para entidades que se encuentren en una situación desesperada, sino que tiene como objetivo el saneamiento de las que están en crisis, pero que pueden continuar su actividad si consiguen llegar a algún tipo de acuerdo con sus acreedores, lo que el legislador deja claro al no permitir la solicitud de la Administración para empresas que se encuentren ya en un proceso de liquidación. De acuerdo con esto, el resultado de la Administración puede ser la supervivencia de la empresa o de una parte de su negocio, el logro de una acuerdo voluntario con los acreedores o bien la liquidación, si es la única salida que satisface los intereses de los acreedores. Hay que destacar que el mantenimiento de los puestos de trabajo no se señala específicamente como una causa que permita la solicitud de inicio de la Administración.

Los directivos de la empresa pueden utilizar la entrada en el procedimiento para buscar la protección frente a los acreedores, puesto que basta únicamente la petición para que se produzca la suspensión en la ejecución de los créditos, en espera de la formulación de propuestas. La única excepción a esta suspensión es la que hace referencia a los acreedores que poseen una carga flotante sobre los activos de la empresa, que son los que pueden nombrar a un síndico-administrador, ya que pueden frustrar la entrada en la Administración si deciden ponerla dentro del procedimiento de Sindicatura. Los acreedores que poseen este tipo de deuda son generalmente entidades financieras, que pueden preferir el procedimiento de la Sindicatura puesto que el administrador, pero no el síndico-administrador, es responsable de la satisfacción de los intereses de todos los acreedores, lo que en muchas ocasiones

---

<sup>22</sup> La ley también permite el inicio de la Administración si la situación de insolvencia de la empresa se prevé que puede producirse de forma inminente.

puede estar en conflicto con los intereses particulares de la entidad bancaria. Aunque el nombramiento de un síndico-administrador proporciona la oportunidad de rescatar total o parcialmente a la empresa, no debemos olvidar que su principal responsabilidad es satisfacer la deuda del acreedor que lo ha nombrado por delante de la supervivencia de la propia empresa. Sin embargo, una vez que la Administración ha sido iniciada, todas las acciones de los demás acreedores quedan suspendidas.

No obstante, los acreedores garantizados pueden preferir no ejercer la facultad de nombrar al síndico-administrador y dejar que la empresa entre en la Administración. Esto puede suceder, en primer lugar, por la presencia en la Administración, pero no en la Sindicatura, de la suspensión de las ejecuciones<sup>23</sup>. Además, el acreedor garantizado no aparece en este caso como iniciador del procedimiento de insolvencia y, por lo tanto, tampoco se le percibe como el principal responsable de las consecuencias que puede traer. Hay que tener en cuenta, además, que no pierden la prioridad en el cobro de sus deudas, puesto que el resultado obtenido en la venta de los activos que garantizaban su crédito debe ir destinado a satisfacer esa deuda. Por último, el hecho de que el administrador sea una figura nombrada por el tribunal puede favorecer la realización de activos de la empresa que se encuentren en el extranjero, puesto que en muchas jurisdicciones no se acepta la autoridad del síndico-administrador, por tratarse de una figura que no cuenta con la legitimidad de haber sido nombrada por la autoridad judicial.

Por otra parte, los acreedores garantizados pierden el control sobre los activos que constituyen su garantía, y no tienen la facultad de despedir al administrador, aunque tampoco lo pueden hacer con el síndico-administrador sin la aprobación del tribunal. Además, en la Sindicatura pueden elegir personalmente al profesional que se debe encargarse de controlar la empresa, se trata de un proceso más rápido y menos costoso y el síndico-administrador, pero no el administrador, tiene la facultad de distribuir los activos que constituyen la garantía flotante, aunque teniendo en cuenta los derechos de los acreedores preferentes. De esta forma, podemos comprobar cómo

---

<sup>23</sup> La suspensión automática de las ejecuciones asegura el mantenimiento de la actividad mientras que los acreedores y el deudor examinan la situación de la empresa. De esta manera, protege tanto los intereses individuales como colectivos de los acreedores (Kaiser, 1999).

los acreedores garantizados no optarán automáticamente por evitar el comienzo de la Administración, sino que deberán tener en cuenta las ventajas e inconvenientes que cada procedimiento les va a proporcionar.

A pesar de que el Consejo de Administración mantiene ciertas obligaciones legales, el control de las operaciones pasa a manos del administrador, que debe ser un profesional cualificado en cuestiones de insolvencia empresarial. Todos los activos de la empresa, incluso los que se encuentran sujetos por alguna carga concreta, quedan bajo el control del administrador durante el periodo de duración del procedimiento. Su papel es gestionar la empresa siguiendo un criterio de negocio en funcionamiento, informar al juez sobre la situación real de la misma y proponer un plan de viabilidad para su futuro. La propuesta que debe realizar puede ser de reorganización y, por lo tanto, de continuidad, o de liquidación. Una vez elaborado, el plan debe ser enviado a los acreedores que, reunidos en una junta, deberán decidir acerca de su aceptación. Para ello, es necesaria una mayoría simple tanto de los acreedores como de los accionistas, aunque todos los acreedores con garantía y los acreedores preferentes tienen derecho de veto sobre el plan. Si éste es aprobado, los negocios de la empresa continuarán conducidos por el administrador de acuerdo con lo establecido en él, hasta que la gestión sea devuelta a los gerentes de la empresa. Si es rechazado, el tribunal puede decidir con un alto grado de discrecionalidad, aunque generalmente la salida se traduce en la liquidación de la compañía.

Los acreedores se encuentran involucrados en diferentes aspectos del procedimiento de Administración. En primer lugar, suya es la decisión de aceptar el plan de reestructuración que el administrador les presenta. En segundo lugar, se encuentran facultados para nombrar un comité de acreedores que pueda recabar información y colaborar con el administrador en todo el progreso del procedimiento. Además, cualquier acreedor puede presentar una queja al tribunal si cree que las actuaciones del administrador están perjudicando sus intereses particulares en la empresa.

Aunque la Administración es la forma más avanzada de reorganización, su utilización es escasa frente a la Sindicatura o la Liquidación. Este mecanismo tiene la ventaja de facilitar la financiación de la empresa en dificultades puesto que, al

contrario que el caso del síndico, el administrador no tiene responsabilidad personal por los pasivos que surgen en la empresa tras su nombramiento. Sin embargo, las posibilidades que tienen los acreedores con garantías de bloquear el proceso, tanto al principio como al final del mismo, pueden explicar su utilización de manera residual frente a los otros dos procedimientos. Además es un mecanismo muy costoso, debido sobre todo a la duración y a la implicación que el tribunal tiene a lo largo de él, lo que motiva que únicamente pueda ser asumido por grandes sociedades.

Para una empresa en dificultades es posible, por supuesto, la búsqueda de un acuerdo privado con los acreedores que evite la entrada en los procedimientos formales. Sin embargo, para conseguirlo surge el problema, más de carácter práctico que legal, de cómo asegurarse la participación de todos los acreedores en la negociación, ya que si uno solo rechaza la propuesta, la compañía puede verse obligada a entrar en un procedimiento de liquidación, haciendo inútil el acuerdo alcanzado con el resto. Para salvar este obstáculo, la legislación ofrece la posibilidad de establecer acuerdos con un carácter formal, que los acreedores deben acatar si son aprobados por las mayorías requeridas en la normativa concursal. En el Reino Unido esto se puede realizar bajo la Ley de Sociedades de 1985 o bien el Acuerdo Voluntario con los Acreedores regulado en la Ley de Insolvencias de 1986. Estos dos procedimientos permiten a una empresa insolvente ser reestructurada, dándole la oportunidad de continuar, ya sea completamente o sólo la parte de sus negocios que resulte viable. Para ello se requiere la aceptación de un plan, que supone la alteración de las obligaciones de la empresa con sus acreedores o sus accionistas.

Ninguno de los dos procedimientos implica la suspensión en la ejecución de las deudas de la empresa ni ninguna otra medida de protección frente a los acreedores, como pueden ser facilidades para la obtención de nueva financiación o medidas que fuercen a los acreedores reacios a participar en la reorganización, por lo que la principal dificultad para la compañía es evitar que comience la liquidación antes de que el plan haya sido aprobado. Sin embargo, ya hemos visto que el inicio del procedimiento de Administración sí supone una suspensión de las ejecuciones, haciendo que su utilización conjunta con el Convenio Voluntario permita la formulación y aprobación del plan durante el periodo en que la empresa se encuentra protegida de las acciones de los acreedores. Esto hace que, utilizado de manera

individual, el Acuerdo Voluntario con los acreedores tenga pocas posibilidades de éxito, aunque quizás no puede considerarse simplemente como un error en la legislación, sino que el propósito es que la empresa entre primero en la Administración, que sí ofrece estos mecanismos de protección, y después acuda al Acuerdo Voluntario. Sin embargo, la ausencia de protección frente a los acreedores garantizados, incluso después de la aprobación del plan, puede causar problemas para concluir con éxito un Convenio Voluntario con los Acreedores.

La propuesta de inicio del procedimiento puede ser hecha por los directivos de la empresa, a menos que ésta se encuentre ya inmersa en un proceso de Liquidación o de Administración, en cuyo caso la proposición será realizada por el liquidador o el administrador respectivamente. La propuesta debe incluir el nombramiento de una persona que supervise el desarrollo del procedimiento. La aprobación del plan debe ser realizada por la junta de acreedores, siendo necesarios los votos que representen al menos el 75% del valor de los créditos. Sin embargo, el acuerdo alcanzado no afecta a los derechos de los acreedores garantizados ni a los preferentes sin su consentimiento. Una vez alcanzado el acuerdo debe ser remitido al tribunal, con lo que comenzará a tener efecto sobre todos los acreedores que fueron debidamente informados sobre la celebración de la junta y que tenían derecho de voto, incluso aunque no hubiesen asistido o se hubiesen opuesto a su aceptación. Si la empresa se encontraba en Administración o Liquidación antes de la aprobación del acuerdo, el tribunal puede suspender la aplicación de cualquiera de ellos para que se aplique el acuerdo alcanzado con los acreedores.

Como ya hemos comentado, también se puede negociar con los acreedores mediante el acuerdo voluntario al amparo de la Ley de Sociedades de 1985. Este procedimiento fue incluido para servir como alternativa a la liquidación, pero actualmente resulta una solución poco atractiva, puesto que fue mejorada por la Administración y el Acuerdo Voluntario, introducidos posteriormente en la ley de 1986. La principal diferencia entre el Convenio Voluntario bajo la ley de insolvencia y el acuerdo bajo la ley de sociedades es que, en este último, se requiere la aceptación del 75% de cada clase de acreedores y de los accionistas, teniendo que celebrarse una junta específica para cada tipo de acreedores, lo que puede hacer que el proceso se alargue en exceso, con el incremento de costes que ello conlleva.

Kaiser (1999) expone las razones que explican que una empresa prefiera la combinación de Administración y Convenio Voluntario con los Acreedores al acuerdo bajo la Ley de Sociedades de 1985 que sintetizando, son: la suspensión automática que contiene la Administración, la posibilidad de permutar acciones existentes por nuevas, los procedimientos simplificados de votación y la mayor capacidad para atraer nueva financiación. De esta forma, esta combinación se presenta como la alternativa más adecuada de reestructuración para las empresas que se enfrentan a problemas de insolvencia en el Reino Unido. Sin embargo, también debemos tener en cuenta los defectos que presenta, entre los que destacan el impacto negativo que puede tener sobre la viabilidad y el valor el cese de los gestores de la empresa. Así, como consecuencia, los directivos prefieren utilizar cualquier otro tipo de mecanismo para evitar entrar en la Sindicatura, lo que origina que las empresas que entran en los mecanismos concursales se encuentran en una situación de deterioro mayor que en el caso de países con una legislación que permite el mantenimiento del control en manos de la dirección. Además, debemos tener en cuenta que, aunque ofrecen mayores posibilidades de financiación después de la entrada en el procedimiento, esta posibilidad no está tan desarrollada como en otras legislaciones (Capítulo 11 de la ley norteamericana o la Ley de Recuperación Judicial francesa).

Como ya hemos comentado, aparte de estos mecanismos de reorganización, la empresa también puede entrar en un proceso de liquidación. En el Reino Unido, ésta puede ser obligatoria (impuesta por el tribunal a petición de la empresa o de algún acreedor) o voluntaria (a petición del deudor). Sin embargo, exceptuando algunas diferencias de carácter técnico, los dos procedimientos son muy similares, por lo que la liquidación voluntaria es una buena elección para minimizar la participación del tribunal, cuando la empresa reconoce que dicho proceso es inevitable. En ambos casos, la empresa deja de funcionar muy rápidamente, siendo sus activos vendidos por el liquidador y su producto distribuido entre los acreedores de acuerdo con las prioridades establecidas en la ley, con lo que la empresa queda finalmente disuelta.

En cualquiera de los mecanismos que hemos comentado, el orden de prioridad de pago a los acreedores debe ser respetado. De esta forma, los costes que



el propio procedimiento origina gozan de prioridad sobre los activos disponibles de la empresa. Estos costes no están legalmente limitados, por lo que, en los casos de pequeñas empresas, pueden ser necesarios todos los activos para cubrirlos. Además son aprobados por los propios acreedores, siendo excepcionales los casos en los que el tribunal se encarga de ello. Una vez que han sido cubiertos, se pasa al pago de los acreedores con la deuda totalmente garantizada, entre los que se incluyen los acreedores con cargas fijas sobre algún activo de la sociedad. Después están los acreedores preferenciales, principalmente las deudas laborales y con el Estado, los acreedores con cargas flotantes y, por último, los acreedores por transacciones comerciales con la empresa, que no tienen su deuda garantizada.

Uno de los objetivos de la legislación concursal es fomentar que los directivos de las empresas con dificultades se sometan a los procedimientos que la normativa establece para este tipo de situaciones, para lo que la ley puede establecer tanto incentivos como penalizaciones. Se trata de evitar que las empresas entren en los mecanismos concursales cuando su situación esté tan deteriorada que incluso la aplicación de una normativa eficaz no pueda evitar la liquidación. En el Reino Unido, nos encontramos que los directivos que no se comportan de manera diligente pueden ser apartados de sus funciones e inhabilitados para ejercerlas en cualquier otra empresa por un periodo de tiempo determinado. Además, aquéllos que continúan gestionando la empresa cuando la liquidación es ya inevitable pueden ser personalmente responsables de las pérdidas que ocasionen a los acreedores y que podrían haber sido evitadas adoptando las medidas oportunas. De esta forma, la legislación pretende fomentar la entrada en los procedimientos concursales cuando la empresa comienza a presentar los primeros síntomas de insolvencia financiera.

Debemos señalar que toda la legislación concursal en el Reino Unido tiene un marcado carácter de protección de los acreedores, puesto de manifiesto en el papel que éstos tienen en los procesos de reorganización y liquidación. El legislador reconoce que los que ponen su capital en riesgo son los acreedores, y por ello les corresponde decidir el curso que deben seguir los procedimientos. Únicamente la Administración se aparta ligeramente de esa filosofía, restringiendo en cierto modo sus derechos para intentar maximizar las posibilidades de continuidad de la empresa, aunque mantienen todavía una posición muy reforzada. En la mayoría de los

procedimientos, los acreedores pueden nombrar a la persona que gestionará la empresa durante todo el proceso, ignorando los deseos del deudor. Así, el síndico es nombrado por uno o varios acreedores garantizados, sin que ni siquiera el resto de los acreedores pueda oponerse. El administrador es nombrado por el tribunal, pero debe llegar a un acuerdo con los acreedores para sacar adelante sus propuestas. Las resoluciones tomadas en la junta de acreedores deben ser aprobadas por la mayor parte del valor de los créditos presentes, no exigiendo ningún número mínimo para la existencia de quórum en sus reuniones.

El riesgo en el que pueden incurrir los acreedores con garantías en el caso de optar por la reorganización, hace que la salida más frecuente de estos procedimientos concursales sea la venta de la empresa, ya sea como empresa en funcionamiento o con la liquidación de sus activos de manera individual. A pesar de ello, la legislación británica cuenta con la ventaja de no intentar forzar el acuerdo con los acreedores que mantenga la integridad corporativa de la empresa, con lo que se ve facilitada su venta global a compradores que están interesados en aprovechar las posibilidades de mejora en la viabilidad de las empresas en dificultades.

#### *2.4.1.1.- Modificaciones en la Ley de Sociedades de 2002*

La ley de Sociedades aprobada el 7 de noviembre de 2002 (*Enterprise Act 2002*), en su parte número diez, establece cambios importantes en los procedimientos de insolvencia en el Reino Unido, con el objetivo de facilitar, cuando sea posible, la supervivencia de la empresa, restringiendo el uso del nombramiento de un síndico administrador (*Administrative Receivership*), lo que favorece la aplicación de la Administración como un procedimiento colectivo que tiene en cuenta los intereses de todos los acreedores. La entrada en vigor de la norma se ha producido el 15 de septiembre de 2003, para las modificaciones relativas a la insolvencia empresarial. La reforma implica una mayor agilidad, al permitir la entrada en la Administración a los acreedores con una carga flotante y a la propia empresa y sus directivos sin necesidad de aprobación por parte del tribunal. Además, impone la obligación para el administrador de ejercer sus funciones de la manera más rápida y eficiente posible, e introduce un tiempo máximo de doce meses de duración para el proceso.

De manera general, podemos afirmar que existen cinco cambios sustanciales en el procedimiento de Administración, como son el propósito del mismo, las formas de entrada, la posibilidad de realizar distribuciones entre los acreedores por parte del administrador, los límites temporales más exactos y la forma de concluir todo el proceso. En la legislación anterior, bajo la sección octava de la Ley de Insolvencia (*Insolvency Act, 1986*), la Administración debía buscar el cumplimiento de cuatro objetivos: La continuidad de la empresa o su negocio, el logro de un acuerdo voluntario con los acreedores, en cualquiera de las dos maneras recogidas legalmente, o realizar la mejor liquidación posible de los activos. Sin embargo, la nueva regulación sustituye estos cuatro por un único objetivo, dividido en tres tipos de actuaciones para las que se establece un orden de preferencia y una jerarquía. De esta forma, el principal propósito de la Administración es conseguir la continuidad de la empresa en dificultades. Si esto no es posible, o si esta segunda alternativa es claramente mejor para los acreedores de manera global, el administrador deberá tratar de conseguir el mejor resultado para ellos, probablemente a través de la liquidación de la empresa o de su venta como entidad en funcionamiento. Será únicamente cuando no sea posible lograr ninguno de los dos primeros objetivos cuando el administrador proceda a la realización de las garantías y su distribución entre los acreedores garantizados y preferentes. Además, la reforma no se centra únicamente en el establecimiento de los objetivos del procedimiento, sino que también modifica la forma de seleccionarlos. Con la regulación anterior, el administrador tenía libertad para fijar de antemano el objetivo que debía tener todo el procedimiento, pero con la reforma se ve obligado a justificar las causas que provocan que no se puedan lograr los objetivos anteriores.

Por lo que se refiere a las formas de entrada, además de la declaración con la aprobación judicial que ya existía en la legislación anterior, se introduce la entrada sin necesidad de aprobación por parte del juzgado cuando lo solicite un acreedor con una deuda garantizada mediante carga flotante (que anteriormente podía nombrar a un síndico administrador) o incluso la propia compañía o sus directivos, con el objeto de dotar de una mayor rapidez y agilidad a todo el proceso. Independientemente de quien haya sido el responsable de su nombramiento, el administrador tiene la obligación de actuar en beneficio de todos los acreedores de la empresa, si bien los

acreedores con una garantía flotante tienen el derecho a solicitar la sustitución por un administrador nombrado por ellos mismos. La solicitud por parte del deudor no puede ser realizada cuando en los doce meses anteriores ha fracasado un procedimiento de Acuerdo Voluntario o se ha solicitado una declaración de liquidación. Además, se restringe la posibilidad de nombramiento de un síndico administrador de manera transitoria a los acreedores con una garantía flotante anterior a la aprobación de la ley y para acreedores que financian ciertas operaciones de los mercados de capitales.

La reforma otorga, además, poder al administrador para efectuar ventas de activos y distribuir su resultado entre los acreedores garantizados y preferenciales, aunque necesitará la aprobación del juzgado para hacerlo con los acreedores ordinarios. Con esto el legislador pretende compensar, en cierta manera, a los acreedores garantizados, dado que con las restricciones que la nueva normativa impone para el nombramiento de un síndico administrador, éste va a ser el único procedimiento que les permita recuperar sus deudas. No obstante, la norma establece una clara distinción entre lo que se entiende por pago y distribución, entendiendo por lo primero los desembolsos realizados como consecuencia del propio procedimiento, mientras que la distribución supone repartir fondos entre cada clase de acreedores de acuerdo con sus derechos previamente adquiridos.

Otro aspecto importante que se introduce en la ley es la limitación de la duración del procedimiento, quedando ésta fijada legalmente en un año, aunque este plazo puede ser ampliado con el consentimiento de los acreedores o por el juzgado en caso de tratarse de casos complejos que requieran de un periodo de tiempo adicional. El administrador debe realizar sus tareas tan rápido como sea posible, para lo que la ley fija un plazo de ocho semanas para trasladar sus propuestas a los acreedores y diez semanas para la convocatoria de la primera junta de acreedores.

Por último, la administración normalmente concluye colocando a la empresa dentro de otro procedimiento concursal (bien sea un Acuerdo Voluntario con los acreedores o la liquidación obligatoria). La ley introduce salidas específicas al proceso, que permiten al administrador incluso una liquidación voluntaria o la disolución de la compañía.

La reforma que se ha aprobado en el Reino Unido supone un cambio claro en la orientación de su sistema concursal, puesto que se produce una importante poda de privilegios para los acreedores garantizados. Si bien es cierto que la Administración ya estaba establecida en la normativa anterior, el procedimiento principalmente utilizado cuando se conseguía evitar la liquidación era la *Receivership*, como podemos observar en la tabla 2.3, en la que se presenta el número de empresas que han entrado en cada uno de los procedimientos en los últimos años.

**Tabla 2.3: Número de Insolvencias Empresariales en Inglaterra y Gales<sup>24</sup>**

Tipo de procedimiento	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liquidación Obligatoria	4 735	5 216	5 209	4 925	4 675	6 230
Liquidación Voluntaria	7 875	7 987	9 071	9 392	10 297	10 075
Receiverships	1 837	1 713	1 618	1 595	1 914	1 541
Administración	196	338	440	438	698	643
Acuerdos Voluntarios	629	470	475	557	597	651

Fuente: *The Insolvency Service Statistics*

Sin embargo, las propias características del procedimiento de Sindicatura, en cualquiera de sus dos tipologías, suponían una destrucción de valor en términos sociales, tales como pérdidas innecesarias de empleo o ineficiencia en la redistribución de los recursos, derivadas principalmente de que el síndico administrador actúa con el objetivo de satisfacer los intereses del acreedor que lo nombró, generalmente una entidad financiera, lo que hacía necesaria una reforma (Mokal, 2005). La posibilidad del acreedor con una garantía flotante de bloquear el inicio de la Administración nombrando un síndico administrador es una de las principales causas de la infrutilización que hasta ahora se ha producido de este mecanismo y, por lo tanto, podemos considerar que la supresión de este derecho ha sido una de las aportaciones más importantes de la reforma, que además nos transmite la intención que el legislador ha tenido con las modificaciones aprobadas, con las que se admite, en cierta medida, que el procedimiento de *Receivership* no es adecuado como mecanismo que permita conseguir la supervivencia de las empresas en crisis.

<sup>24</sup> Hay que tener en cuenta que algunas compañías pueden estar en más de un procedimiento, sobre todo dentro de los de liquidación, en los que se incluirán todas las empresas que no han logrado un acuerdo satisfactorio en los mecanismos previos, y en el caso de los Acuerdos Voluntarios, que como ya hemos comentado suelen utilizarse de manera conjunta con el procedimiento de Administración.

#### 2.4.2.- LEGISLACIÓN CONCURSAL EN ALEMANIA: LA “QUIEBRA DE LA QUIEBRA”

La legislación concursal en Alemania ha sufrido un cambio drástico de orientación con la reforma efectuada en el año 1994, si bien ésta no ha entrado en vigor hasta el año 1999. La regulación aplicable hasta esa fecha era de marcado carácter de protección de los acreedores que poseían algún tipo de garantía sobre los activos de la empresa. De esta forma, la mayoría de los procedimientos concursales iniciados terminaban en liquidación. Vamos a analizar en primer lugar los procedimientos que la ley establecía antes de la reforma, para posteriormente ocuparnos de la legislación vigente en estos momentos.

Hasta la entrada en vigor de la nueva legislación sobre insolvencias, las empresas con dificultades financieras en Alemania tenían dos procedimientos a los que acogerse para intentar solucionar sus problemas. En primer lugar, uno que busca la reorganización de la empresa, la “composición judicial” (*Verglerchverfahren*) y otro que tiene como objetivo la liquidación de la misma y el reparto de su resultado entre los acreedores (*Konkursverfahren*). Para evitar las consecuencias drásticas que la liquidación suponía, la ley que regula los acuerdos con los acreedores fue aprobada en 1935. Para solicitar la entrada en un procedimiento concursal, las empresas alemanas deben cumplir uno de los dos requisitos exigidos en la legislación, que son la condición de insolvencia de la empresa o la de “exceso de endeudamiento”. Este segundo requisito es muy difícil de determinar en la práctica, por lo que, cuando se propone como causa de la solicitud, suele provocar retrasos en la entrada en el procedimiento, puesto que, para que éste se inicie, es necesaria la aprobación por parte del tribunal. Para que esto suceda, además del cumplimiento de alguna de las dos condiciones, es necesario que el activo del deudor sea suficiente para cubrir los costes del procedimiento. Durante el periodo en el que el tribunal tiene que decidir sobre la adjudicación de la solicitud, se nombra un síndico provisional que se hace cargo de la supervisión de la gestión de la empresa.

La iniciativa en el caso de la composición judicial corresponde al deudor, ya que únicamente él tiene la facultad de solicitarla, y además conserva el control y la gestión de los activos de la empresa. El objetivo de este procedimiento es la rehabilitación, ya que trata de evitar la entrada en la liquidación judicial a través de la

realización de negociaciones con los acreedores. Estas negociaciones también pueden ser realizadas fuera del procedimiento legal, aunque la ley pretende que estos acuerdos no puedan ser frustrados por una minoría, que en el procedimiento formal deben acatar la resolución que se apruebe.

Son comunes las solicitudes simultáneas de los dos procedimientos, decidiendo el tribunal en primer lugar sobre la solicitud de reorganización, y si esta es rechazada, se evalúa la posibilidad de comenzar un procedimiento de liquidación. Incluso si la solicitud de liquidación se ha realizado previamente, el deudor puede adelantarse solicitando la composición judicial, siempre que el proceso liquidador no hubiera comenzado.

Una vez que el tribunal decide iniciar la composición judicial, se suspende cualquier acción de los acreedores afectados por el proceso. Sin embargo, no se impone ninguna restricción a la actuación de los acreedores que quedan fuera del ámbito de la composición. En este sentido, es preciso señalar que no están sujetos a este procedimiento los acreedores con garantía y los preferentes, por lo que, en sentido estricto, no se puede afirmar que exista una suspensión automática de las ejecuciones, ya que estos acreedores pueden realizar las acciones que consideren oportunas para la recuperación de sus créditos.

Durante todo el procedimiento el deudor mantiene, legal y técnicamente, el control sobre la gestión y los activos de la empresa, si bien debe contar con la autorización del síndico para realizar cualquier actividad distinta de las operaciones ordinarias. El síndico es generalmente un profesional en temas de insolvencia nombrado por el tribunal, siendo su actuación independiente tanto de los acreedores como del deudor. De acuerdo con sus atribuciones dentro del proceso, se puede afirmar que, de hecho, es responsable de la gestión empresarial, ya que el deudor necesita su aprobación para realizar determinadas operaciones, e incluso puede decidir administrar personalmente todos los movimientos de efectivo que deba realizar la sociedad. En el caso de grandes empresas, el tribunal puede nombrar un comité de acreedores que se encargue de supervisar la actuación del síndico.

En el momento en que se solicita la declaración de insolvencia, el deudor debe presentar un plan completo de reestructuración, para que sea aprobado por la

junta de acreedores. El plan de composición afecta a todos los acreedores sin garantía. No existe la posibilidad de sustituir los créditos existentes por créditos nuevos, puesto que la composición es simplemente un acuerdo en el que los acreedores aceptan un pago parcial en unos plazos determinados, como satisfacción de la deuda total que la empresa tenía contraída con ellos. Dentro del plan todos los acreedores sujetos a él tienen que recibir un mismo trato, imponiendo además la normativa unos límites a su contenido. De esta forma, los pagos a efectuar en un plazo máximo de un año deben ser, al menos, los correspondientes a un 35% del crédito, los que se deban realizar entre un año y dieciocho meses deberán ser al menos de 40% y en más de dieciocho meses de más del 40%. Estos límites pueden suponer una determinada garantía de cobro para evitar la expropiación de riqueza de los pequeños acreedores pero, a su vez, actúan como un mecanismo que puede dificultar los posibles acuerdos y forzar la liquidación de empresas que no puedan cumplir con esos límites, incluso aunque hubieran podido alcanzar con sus acreedores algún tipo de acuerdo favorable para todos ellos.

Como se puede observar, aunque los acreedores tienen un papel limitado en todo el proceso de composición, gozan de las atribuciones que tiene la junta para decidir sobre la aceptación del plan, por lo que la decisión final de todo en procedimiento queda dentro de su ámbito de decisión. La proposición puede ser rechazada si el plan es inadecuado, o si es evidente que con su aplicación no se asegura la continuidad de la empresa. Para la aceptación del plan se requiere una doble mayoría, con lo que únicamente se aprueba con el voto favorable de la mayoría de los acreedores presentes en la votación, siempre que éstos representen al menos las tres cuartas partes de las deudas con derecho de voto en la junta. Una vez aceptado por los acreedores, el plan debe ser confirmado por el tribunal, que únicamente lo deniega cuando existen errores de forma en el procedimiento o el acuerdo contiene cláusulas ilegales. Por lo tanto, los acreedores son los responsables últimos del éxito o el fracaso del plan, ya que de ellos depende su aceptación o rechazo. El acuerdo, una vez que ha sido aprobado por la junta de acreedores y ratificado por el tribunal, tiene carácter vinculante, afectando a todos los acreedores sin garantías, incluso a los que votaron en contra o no participaron en el proceso. Sin embargo, el juez no puede impedir la ejecución de las deudas de los acreedores con



sus créditos garantizados, lo que puede dificultar la continuación de las operaciones de la empresa.

Con este procedimiento se consiguen reducir tanto los costes directos como indirectos, debido a la rapidez de todo el proceso. Sin embargo, la importancia relativa de este procedimiento es bastante baja, ya que las distintas limitaciones que presenta hacían que la mayoría de las negociaciones se realizasen fuera del ámbito judicial, mediante acuerdos privados con los acreedores. No obstante, la gran fuerza negociadora que los acreedores poseen en este mecanismo puede llevar a una reducción a las restricciones de crédito, que facilite el acceso a la financiación de las empresas, si bien este hecho no ha sido hasta ahora demostrado empíricamente.

Además de este mecanismo de composición, la empresa tiene otra posibilidad de negociar con los acreedores bajo la tutela judicial, con el acuerdo obligatorio, que es un procedimiento que únicamente se puede iniciar una vez que se ha solicitado la liquidación de la empresa. El término “obligatorio” no se refiere a la empresa, sino a los acreedores que de manera minoritaria se opongan al acuerdo. Cuando los activos se deben vender de manera apresurada dentro de un proceso de liquidación, existe el peligro de que los posibles compradores se aprovechen de su posición dominante en la negociación para reducir su precio. Esta presión que la premura temporal puede ejercer, se puede evitar llegando a acuerdos con los acreedores, que la legislación facilita al tomarse la decisión sin necesidad de llegar a obtener unanimidad. Este procedimiento solamente lo puede solicitar el deudor, y no afecta a los acreedores con garantías, por lo que adolece de gran parte de los defectos que afectaban a la composición judicial.

El tribunal es quién decide si admite a trámite la solicitud y, al igual que en la composición, son los acreedores reunidos en junta quiénes deciden sobre su aceptación. Una vez que el acuerdo es ratificado por el tribunal, se suspende la ejecución del procedimiento de liquidación y el deudor recupera el control legal sobre los activos de la empresa.

Cuando todas estas iniciativas fracasan, la empresa debe ser liquidada para satisfacer las deudas que tiene con sus acreedores. Antes de la reforma de 1994, en Alemania existían dos mecanismos de terminación para las empresas, la liquidación

voluntaria, regulada por la ley de sociedades, y la liquidación obligatoria (*Konkurs*) regulada por la ley de quiebra.

La liquidación empresarial en Alemania era un asunto muy delicado, ya que los acreedores habían creado diversos tipos de títulos que protegían sus derechos, sin que éstos se extinguieran al entrar la empresa en los procedimientos de quiebra, haciendo que los créditos garantizados no entraran a formar parte de la masa concursal. Las dos principales formas de asegurar sus créditos en estas circunstancias eran el derecho a solicitar la restitución de los activos, o la existencia de créditos privilegiados respecto a un activo que le proporciona todos los productos de la venta de ese activo. De esta forma, gran parte del activo del deudor insolvente quedaba fuera del dominio del síndico, lo que complicaba de manera excesiva la liquidación de la empresa.

La solicitud de entrada en el procedimiento la puede realizar tanto el deudor como los acreedores, siendo potestad del tribunal rechazarla si considera que los activos de la empresa son insuficientes para cubrir los costes del propio procedimiento, por lo que muchas peticiones ni siquiera se iniciaban en Alemania antes de la reforma. La disolución de la empresa no se produce inmediatamente después de la declaración de quiebra, sino que continúa existiendo con el objetivo de llevar a cabo la liquidación pero, en este caso, el deudor pierde completamente el control de la empresa, pasando éste a manos de un liquidador, que asume la gestión en el momento en el que se inicia el procedimiento.

#### 2.4.2.1.- La reforma de 1994

La nueva ley de insolvencia en Alemania (*Insolvenzordnung*), fue publicada el 18 de octubre de 1994 en el Boletín Oficial del Estado Alemán, pero no entró en vigor hasta el 1 de enero de 1999. La dilación entre la aprobación y su entrada en vigor se ha producido a petición expresa de los *Bundesländer*, para tener tiempo de adaptar sus administraciones de justicia a los requerimientos de la nueva normativa. Este retraso ha servido, además, para facilitar la adaptación de los aportantes de fondos de las empresas, principalmente los bancos, a los nuevos preceptos de la ley, que en cierta medida suponen un cambio de orientación en toda la legislación

concurzal alemana. La reforma se empezó a plantear en 1978, momento en el que se acuñó la expresión “quiebra de la quiebra”, para reflejar el fracaso en el cumplimiento de sus objetivos por parte de la legislación vigente hasta ese momento. Así, era frecuente que los procedimientos ni siquiera llegaran a abrirse, al no ser suficiente el activo de la empresa para cubrir los propios costes del proceso, debido a las posibilidades que la ley ofrecía a los acreedores garantizados de extraer sus créditos de la masa. Además, la mayor parte de los procedimientos concursales que se llegaban a iniciar acababan con la liquidación de la empresa, lo que mostraba la gran ineficacia que presentaba la ley de convenios.

Con la aprobación de la nueva ley se establece un único procedimiento concursal, con lo que desaparece la dualidad existente entre quiebra y convenio. En contra de las orientaciones de las reformas legislativas realizadas en otros países, la finalidad de la nueva ley no es la recuperación de la empresa, sino que ésta se tiene en cuenta como una forma de satisfacción de los acreedores. Eso no quiere decir que no se facilite la supervivencia de las empresas en crisis, si atendemos al objetivo que la propia ley se propone conseguir, cuando expone que *“el procedimiento de insolvencia tiene por finalidad satisfacer colectivamente a los acreedores del deudor mediante la realización de su patrimonio y la distribución del producto resultante, o mediante un plan de insolvencia en el que se contenga una reglamentación diferente especialmente dirigida a la conservación de la empresa”*. La prioridad en este último caso no es el saneamiento del titular de la empresa, sino de la propia compañía. La nueva ley persigue mejorar las posibilidades de reorganización que ofrecía la normativa anterior, dotando a los acreedores de una mayor autonomía y realizando una mayor desregulación<sup>25</sup>, si bien mantiene como objetivo primordial la satisfacción de los intereses de los acreedores.

La ley de 1994 permite el inicio del procedimiento antes de que se haya producido de manera efectiva la situación de insolvencia para, de esta forma, facilitar a las empresas acogerse a él antes de que el deterioro de la situación sea irreversible. En la nueva normativa se contemplan tres posibles causas para el inicio del procedimiento: la situación de insolvencia empresarial, la amenaza de una situación

---

<sup>25</sup> Por ejemplo, se elimina la cuota mínima a satisfacer a los acreedores del 35%, dejando a éstos determinar sus propios criterios de reparto.

de insolvencia y el sobreendeudamiento de la empresa. Además define lo que entiende por esta situación, por lo que se elimina la indefinición que se producía con los preceptos de la antigua ley de liquidación. Así, la principal diferencia entre la situación de insolvencia y sobreendeudamiento es la posibilidad de acceso al crédito del deudor, no resultando posible hablar de insolvencia cuando el deudor conserva la posibilidad de acceder al crédito para hacer frente a sus obligaciones de pago (Gozalo, 1995a). De esta forma, la apertura del procedimiento concursal puede producirse bien a petición de los acreedores, basándose en la imposibilidad de la empresa para hacer frente a sus créditos, o bien a petición de la propia compañía, ya sea porque se encuentra en situación de sobreendeudamiento o porque prevea una posible crisis de liquidez en un futuro inmediato, y busque aprovechar las ventajas del procedimiento de insolvencia para tratar de reconducir esa situación.

Una vez que se solicita el comienzo del procedimiento, el tribunal se encuentra facultado para tomar las medidas que estime oportuno para tratar de evitar los daños que se pueden producir como consecuencia del inicio del procedimiento concursal. En primer lugar, podrá nombrar a un administrador preliminar, que tendrá la función de continuar con los negocios del deudor y auxiliar al juez en la evaluación de las posibilidades de supervivencia de la empresa. Además, el juez también puede establecer una prohibición general, o una limitación, al deudor sobre la disposición de los bienes, que pasan a estar bajo el control del administrador provisional. Si únicamente se limita el derecho a disponer del deudor, este mantendrá la administración, si bien necesitará el consentimiento del administrador para realizar las operaciones. Dentro de los tres primeros meses desde que se realiza la solicitud de declaración de insolvencia, se debe realizar una vista en la que el administrador informa sobre la situación económica real y expone las posibilidades que existen de mantenimiento de la actividad. En ese momento, tanto el deudor como el comité de empresa pueden participar y exponer su propia opinión sobre el informe del administrador. Una vez expuesta la situación, la junta de acreedores debe decidir si paralizar la actividad o continuar de manera provisional. La continuidad provisional supone el primer paso para su saneamiento, ya sea a través de la transmisión de la compañía o mediante la reestructuración del propio deudor. Esta decisión puede ser anulada por el juez si se opone al interés común de los acreedores. Si se decide la

continuidad, el tribunal o la junta de acreedores deben nombrar un administrador que tome el control. No obstante, la nueva normativa permite a los directivos continuar llevando la gestión de la empresa, siempre bajo la supervisión del administrador.

Tanto la dirección como la supervisión y seguimiento de todo el procedimiento corresponden al tribunal. Éste tiene la potestad de nombrar al administrador, generalmente en el acto de apertura, siendo posteriormente ratificado en la primera junta de acreedores que se celebre. La masa de acreedores aparece representada en el procedimiento a través de la comisión y de la junta de acreedores. La comisión ejerce unas labores de vigilancia y apoyo a la labor del administrador, mientras que la junta de acreedores es competente para tomar decisiones relativas a la marcha de la administración y la explotación de la masa concursal.

La nueva normativa pretende favorecer la supervivencia de las empresas en crisis, estableciendo una suspensión automática de las ejecuciones individuales de las deudas de tres meses para los acreedores con garantía, que proporciona un periodo de tiempo a los implicados para compartir información y tratar de encontrar una solución a la crisis. Además, también permite la obtención de nueva financiación durante el procedimiento de insolvencia que tenga carácter prioritario frente a la existente. Esta disposición, que favorece a los acreedores que apoyan la reorganización de la empresa, también se aplica en otras legislaciones que tienen como objetivo la supervivencia de la empresa, como es el caso de Francia, Estados Unidos o España.

Además, la reforma anula los privilegios relativos a la masa existentes en la legislación anterior, con lo que los acreedores garantizados pierden gran parte de la influencia que tenían en el desarrollo de todo el procedimiento. De esta forma, puede demorarse la ejecución de las garantías, e incluso el administrador está facultado para utilizar los bienes objeto de garantía si con ello contribuye a la continuidad de la empresa. Los acreedores con garantías sobre bienes muebles incluso llegan a perder el derecho a realizarlas personalmente. Además, estos acreedores deben retribuir al administrador por su función, cediendo una parte del producto de la venta para ello.

La nueva normativa sigue la filosofía del modelo norteamericano, de reducir la intervención estatal, pasando los tribunales a jugar un papel moderador y dotando a los acreedores de una mayor autonomía en la decisión.

Dentro de este procedimiento general de insolvencia, la ley permite la elaboración de un plan específico de insolvencia (*Insolvenzplan*), dirigido a la conservación de la empresa. Este plan supone una novedad dentro del derecho concursal alemán, ya que le otorga a las partes implicadas la facultad de establecer un procedimiento que efectúe el reparto de la masa. Será presentado por el deudor, aunque también puede ser presentado por el administrador si lo solicita la junta de acreedores. La decisión final se regula por unas normas un tanto complejas, que pueden hacer que el proceso se alargue. Se deben formar grupos para los acreedores que tienen posiciones jurídicas distintas, diferenciando los acreedores con derecho de ejecución separada, los acreedores comunes y los diferentes tipos de acreedores subordinados. Asimismo, se requiere obtener en cada uno de los grupos formados, tanto la mayoría de acreedores como la mayoría de la cuantía de los créditos. No obstante, se supone la aceptación de un grupo si los acreedores que lo forman no se encuentran en peor situación que si no existiese plan, para evitar la obstrucción del convenio por un grupo o una minoría de ellos.

Una vez que los acreedores aprueban el plan, éste debe ser ratificado por el juez de la insolvencia, que lo hará a menos que existan defectos formales que no se puedan corregir o que su aplicación provoque graves desigualdades entre los acreedores. En este momento, cualquier acreedor puede paralizar su aprobación, si demuestra ante el tribunal que su posición jurídica sale perjudicada en caso de aceptación del plan. Con la homologación por parte del tribunal, éste adquiere fuerza de ley y se aplica a todos los implicados en el procedimiento, aunque no hayan intervenido o hayan rechazado su aceptación, por lo que a partir de ese momento, el tribunal levanta el procedimiento de insolvencia. Así, el deudor recupera el control sobre la empresa de acuerdo con lo establecido en el plan, y el administrador y el comité de acreedores pasan a tener una función de vigilancia de cumplimiento de lo acordado.

#### 2.4.3.- LEGISLACIÓN CONCURSAL FRANCESA: LA PROTECCIÓN DE LOS TRABAJADORES

Francia es el país europeo que mayores oportunidades de reorganización ofrece a las empresas en crisis. La base del derecho concursal francés es la Ley de 25 de enero de 1985 sobre Recuperación y Liquidación Judicial. En 1994 se produjo una reforma con el objetivo de mejorar la posición de los acreedores en el procedimiento, que había quedado muy debilitada en la ley de 1985.

Los propósitos de la legislación concursal francesa los define la propia ley, al establecer como triple objetivo el mantenimiento de la empresa, la conservación de los puestos de trabajo y el cumplimiento de las obligaciones con los acreedores. Además, el legislador ha dejado claro que siguen una jerarquía, con lo que la ley otorga preferencia a la recuperación de las empresas y el mantenimiento del empleo, dejando en último lugar los derechos de los acreedores. De este modo, las oportunidades de reorganización están dirigidas principalmente al mantenimiento de los puestos de trabajo en la empresa. Este hecho es característico de la legislación en Francia, puesto que el objetivo tradicional de las legislaciones sobre insolvencia ha venido siendo el cumplimiento de las obligaciones de pago contraídas por la empresa. Sin embargo, como iremos viendo en el desarrollo de los distintos procedimientos, en este caso los acreedores encuentran muy limitados sus derechos puesto que, en la decisión final sobre el destino de la empresa, sus intereses no son considerados como prioritarios por la legislación.

El derecho concursal francés presenta tres procedimientos alternativos para hacer frente a los problemas de insolvencia empresarial. Antes de entrar en una situación de suspensión de pagos, las empresas pueden intentar reestructurar sus deudas a través del mecanismo del acuerdo negociado (*Règlement amiable*). Si la empresa ya ha entrado en suspensión de pagos, la legislación ofrece la posibilidad de intentar solucionar las dificultades a través del acuerdo judicial (*Redressement judiciaire*). En el caso de que la reorganización de la empresa no se pueda conseguir, la disolución de la misma se realiza a través de la liquidación judicial (*Liquidation judiciaire*). A continuación, vamos a analizar las características principales de cada uno de estos mecanismos, poniendo especial atención en el acuerdo judicial, que es el más utilizado.

El acuerdo negociado es un mecanismo que no tiene similitud con ninguno de los existentes en el resto de los países analizados, puesto que presenta ciertas peculiaridades que lo hacen diferente. Está diseñado para facilitar la renegociación de los contratos, y la ley excluye expresamente de los beneficios de este procedimiento a las empresas que se encuentren en una situación efectiva de suspensión de pagos.

El derecho de solicitud está reservado de manera exclusiva al deudor, que además mantiene el control sobre la gestión de la empresa. Los acreedores no pueden solicitar la apertura del procedimiento, pero tampoco tienen la obligación de participar en él, ya que la ley establece que ningún acreedor se ve obligado a acudir a la convocatoria del proceso por parte del deudor. El objetivo que se persigue con el acuerdo negociado es facilitar al deudor la participación de un conciliador nombrado por un tribunal, que tenga capacidad para resolver conflictos y reduzca los problemas de asimetría en la información que se presentan entre el deudor y los acreedores. En todo el proceso las partes conservan una total libertad de negociación, puesto que incluso el conciliador carece de facultades para imponer soluciones al conflicto. Al contrario que el resto de procedimientos concursales, el convenio negociado tiene un carácter confidencial. La empresa puede ocultarlo a todas las partes, excepto a aquéllas con las que negocia, lo que puede hacer que algunos de los costes indirectos se puedan evitar. Además, el tribunal puede ordenar la suspensión de las ejecuciones, aunque únicamente durante el período de duración de la misión del conciliador, que en el procedimiento general es de tres meses.

Este mecanismo de solución de los problemas de insolvencia presenta actuaciones muy novedosas para evitar la desaparición de la empresa, resultando muy valioso para solventar algunos de los obstáculos que no permiten la reestructuración de las empresas en crisis. Sin embargo, en la práctica se ha venido utilizando muy poco, debido al diseño del propio procedimiento, enfocado para obtener protección de un número reducido de acreedores, y no para operar como una reorganización global de las deudas de la empresa. Además, la propia naturaleza voluntaria del proceso para los acreedores puede desincentivar su participación. Una vez que el plan resultante del acuerdo negociado es aprobado por el tribunal, los acreedores que no han participado pueden continuar sus acciones contra el deudor. Si



esto conduce a la entrada en el acuerdo judicial, los que han participado en el acuerdo negociado se encuentran con que sus créditos ya llegan reducidos al segundo procedimiento.

Si el acuerdo negociado no tiene éxito, o si la empresa se encuentra ya en una situación de suspensión de pagos, el procedimiento establecido por el derecho concursal francés es el acuerdo judicial. Éste es el mecanismo más común para las empresas que atraviesan problemas de insolvencia, si bien en la mayoría de los casos acaba desembocando en la liquidación. A diferencia del acuerdo negociado, la solicitud del acuerdo judicial puede ser realizada tanto por el deudor como por los acreedores, e incluso el tribunal de comercio puede actuar de oficio e instar el comienzo del procedimiento. A lo largo de todas las etapas del proceso, la ley demuestra una falta de confianza en la capacidad del deudor y los acreedores para resolver las dificultades, ya que la responsabilidad de tomar las decisiones finales sobre la continuidad o la liquidación de la empresa recaen sobre el tribunal.

El acuerdo judicial se compone de dos fases: la de observación y la de decisión y ejecución. La fase de observación tiene por objetivo evaluar la situación real de la empresa. Para ello, el tribunal asigna un juez, que debe tomar la decisión de reorganizar la empresa o, si cree que no es factible, ponerla dentro del procedimiento de liquidación. El inicio de esta fase comprende el nombramiento por parte del tribunal de un administrador y un representante de los acreedores, además del juez supervisor. Los empleados también pueden nombrar un representante que defienda sus intereses a lo largo de todo el proceso, poniéndose de manifiesto la mayor protección que la legislación les ofrece frente al resto de los intervinientes en el procedimiento, ya que mientras que los trabajadores tienen la facultad de nombrar a su propio representante, los acreedores pierden todo derecho a dirigirse directamente al tribunal, correspondiendo su defensa a su representante, al que ni siquiera ellos mismos pueden nombrar, puesto que la designación es realizada por el propio tribunal.

Este periodo de observación supone situar a la empresa en un estado de espera. Por una parte, los acreedores cuyos derechos se originaron antes de la entrada en el proceso no reciben pago alguno, puesto que el inicio de esta fase supone la

suspensión en la ejecución de los créditos. Y, por otro lado, el deudor no tiene completa libertad de actuación, puesto que a pesar de mantener la gestión de la empresa<sup>26</sup>, sus decisiones están bajo supervisión del administrador, e incluso éste limita su actuación a la realización de operaciones únicamente relacionadas con la gestión corriente de la empresa. Asimismo, la ley otorga un rango de prioridad en el cobro para las deudas que se originen una vez que ha comenzado el procedimiento, lo que facilita la continuación de los negocios de la empresa hasta que se tome una decisión sobre su situación real y el posible resultado de todo el proceso concursal.

Estas circunstancias proporcionan tiempo al administrador que, en esta primera etapa, debe realizar un análisis de la situación real de la empresa y presentar un plan de reorganización ante el tribunal. La elaboración de ese plan es competencia del administrador, en colaboración con el juez, por lo que tanto los gerentes como los acreedores de la empresa no desempeñan ningún papel activo en su realización. Antes de que finalice el período de observación, que como máximo tiene una duración de 18 meses en el procedimiento general, el tribunal debe decidir si acepta el plan de salvamento de la empresa o si, en el caso de considerarlo inviable, decide poner la empresa en liquidación. De nuevo podemos observar cómo los acreedores no tienen capacidad de decisión, recayendo esta responsabilidad en el tribunal de comercio.

La recuperación no significa el mantenimiento de la empresa exactamente en su estado actual, sino que puede implicar una reestructuración jurídica de la misma, o incluso el abandono de alguna de sus actividades que se considere que lastran las posibilidades de supervivencia de la empresa. De esta forma, la reestructuración puede concretarse en un plan de continuación o en un plan de cesión de la empresa, tal y como detallamos en las siguientes líneas.

El plan de continuidad permite al deudor seguir con su actividad, si bien éste no goza de plena libertad de actuación, ya que debe cumplir todas las exigencias contempladas en el plan, bajo la supervisión de un comisario. La duración y el contenido del plan deben ser aprobados por el tribunal. Sin embargo, éste no está

---

<sup>26</sup> Hay que señalar que el legislador deja en manos del tribunal la decisión de mantener al deudor al frente de la gestión de la empresa, pudiendo sustituirle si con ello se considera que mejoran las posibilidades de supervivencia.

facultado para forzar a los acreedores a ceder parte de sus créditos, aunque si puede modificar el vencimiento o la estructura de pagos de los mismos, lo que, teniendo en cuenta la depreciación monetaria, constituye de hecho una modificación real de las obligaciones que la empresa ha contraído.

El plan de cesión, por el contrario, supone la venta de la empresa como una entidad en funcionamiento. Desde el momento en el que se inicia el procedimiento, los interesados pueden presentar ofertas al administrador, puesto que se considera que la empresa está en venta. Éste deberá elegir la oferta que asegure las mejores perspectivas de mantenimiento de los puestos de trabajo. El comprador debe respetar los contratos laborales existentes, al contrario que en el Reino Unido, donde es frecuente la extinción de este tipo de contratos antes de formalizar la venta. La cesión puede comprender toda la empresa o solamente una parte de ella, puesto que el fin último que se persigue es asegurar el mantenimiento de la actividad, no de la integridad de la compañía. La obligación principal del comprador es pagar el precio acordado, de acuerdo con lo que se haya establecido en el plan de reestructuración. Una vez que la cesión se haya completado, los acreedores no pueden reclamar nada al comprador, ya que sus derechos de cobro deben ser satisfechos con el precio pagado en la venta. La ley de 1994 modificó esta última disposición, porque los acreedores con garantía quedaban totalmente desprotegidos, al basarse el precio pagado en el valor estimado del activo de la empresa, y no en el valor de sus deudas. De esta forma, el legislador ha tratado de introducir algún elemento compensatorio por lo que, tras la reforma, los bienes gravados con garantías que se traspasan mantienen la obligación de pago, aunque el comprador únicamente será responsable de los vencimientos posteriores a la fecha de la cesión, no teniendo que pagar los vencimientos anteriores que hayan quedado incumplidos.

Sin embargo, el objetivo tradicional de las legislaciones concursales, que es el saneamiento del pasivo mediante el cumplimiento de las obligaciones con sus acreedores, queda relegado en el caso francés a una jerarquía inferior. Se ha optado por asegurar la continuidad de la empresa siempre que sea posible, a costa del sacrificio de los acreedores, no sólo respecto del cobro de sus créditos, sino también en términos de nivel de participación en todo el proceso. En la ley de 1985 desaparece el concepto de masa de acreedores, puesto que éstos no toman ninguna de

las decisiones importantes a lo largo del proceso. De esta forma, el futuro de la empresa es decidido por el tribunal y no por los acreedores que, como hemos visto, incluso pierden el derecho de nombrar a su propio representante. En este sentido, debemos destacar que las principales modificaciones que se introdujeron con la reforma de 1994 iban encaminadas a añadir mayor protección a los acreedores, además de mejorar algunos aspectos del procedimiento. Así, se intenta revalorizar el papel que éstos deben jugar, aumentando la información que se les proporciona y dotándolos de ciertas atribuciones consultivas, pero siguen sin tener poder alguno de decisión.

Desde un punto de vista financiero, se mejoran especialmente los derechos de los acreedores con garantía. Una de las medidas más importantes fue la obligación para el administrador de realizar los pagos durante el periodo de observación a aquellos acreedores cuyo contrato continúa. Además, en el caso de que se produzca la cesión de la empresa, ya hemos visto como la reforma mejoraba la posición de los acreedores con garantía, al traspasarse junto con los bienes que servían de aval las obligaciones de pago. En estos casos de cesión, la reforma también pretende evitar la práctica que se producía por parte de la empresa, que llegaba a acuerdos con posibles compradores que no tenían la intención de continuar con la actividad empresarial, sino únicamente el liberar de sus obligaciones a los anteriores propietarios. Para ello, se establecen distintos plazos que los compradores tienen que cumplir, tanto para realizar sus ofertas como para poder disponer de los activos de la empresa una vez que se ha realizado la transacción.

Además, la reforma de 1994 permite, cuando la única salida posible para la situación de la empresa es la liquidación, evitar el periodo de observación, ya que la práctica habitual antes de la reforma venía siendo la solicitud de entrada en el procedimiento de liquidación el mismo día en que se iniciaba el acuerdo judicial.

La ley intenta promover la entrada rápida en los procedimientos judiciales, para, de esta forma, intentar maximizar las posibilidades de continuación de la empresa. Para ello, tanto los organismos públicos (Hacienda y Seguridad Social) como los auditores tienen la obligación de comunicar al tribunal la detección de dificultades en las empresas, aunque en la práctica no es común que lo hagan.

Además, los gestores de las empresas que consiguen reorganizarse suelen mantener el control, al contrario de lo que ocurre en el Reino Unido. Sin embargo, a pesar de todo ello, la principal causa de la alta tasa de fracasos se atribuye a que las empresas con dificultades se acogen a estos procedimientos demasiado tarde. Esto puede ser debido a que los mecanismos judiciales suponen una cierta pérdida de control sobre las operaciones de la empresa, y al desprestigio social que supone para un directivo haber llevado una empresa a la quiebra.

La principal crítica que se hace a esta legislación concursal es que fracasa por intentar conseguir demasiado (Kaiser, 1999). De esta forma, lo que en un principio era un objetivo ambicioso, concretado en lograr la continuidad de la empresa, el mantenimiento de los puestos de trabajo y el saneamiento del pasivo, se puede convertir en el principal lastre para el éxito de estos procedimientos. Muchas veces, la continuidad de la empresa es incompatible con la protección del empleo, por lo que esto puede llegar a ocasionar el cierre de empresas que económicamente sean viables. Además, la ley no concede ninguna oportunidad al deudor y a los acreedores de solucionar los problemas de insolvencia por la vía del acuerdo, dejando en manos del tribunal las decisiones que condicionan el futuro de la empresa.

En el caso de que ni la reorganización ni la venta de la empresa tengan éxito, o si el tribunal a lo largo del proceso considera que no es posible mantener la actividad de la empresa, ésta entra en el procedimiento de liquidación judicial. El deudor en este caso pierde el control de la empresa, y es el representante de los acreedores el encargado de liquidar la empresa. Cuando la situación lo permite, también en la liquidación se fomenta la venta como empresa en funcionamiento, aunque sea en pequeñas unidades de negocio, para así conservar el mayor número de empleos posibles.

#### ***2.4.4.- LEGISLACIÓN CONCURSAL EN ESPAÑA: LA SUSPENSIÓN DE PAGOS***

La legislación concursal española ha sido objeto de una profunda transformación, con la aprobación de la Ley Concursal 22/2003 de 9 de julio en 2003. No obstante, en el presente epígrafe planteamos la estructura que la normativa sobre insolvencias presentó hasta el momento de la reforma, para posteriormente

abordar los principales problemas que ésta planteaba y el desarrollo de la nueva regulación, que entró en vigor en septiembre de 2004.

A la hora de aplicar una solución ante problemas de insolvencia, la normativa española establece una distinción en función de que el deudor sea o no comerciante. En el caso de un deudor que no tenga tal consideración, le serán aplicables los procedimientos de concurso de acreedores y de quita y espera, que han mantenido su regulación desde el siglo XIX (quizás motivado por el escaso recurso que se hace de ellos (Cerdá y Sancho, 2001)).

No obstante, de acuerdo con el objetivo final que se pretende lograr con la presente tesis, no vamos a ocuparnos de los problemas de insolvencia del deudor individual, sino que centraremos nuestro análisis en la regulación del derecho de insolvencias aplicable a las empresas con dichos problemas. En este caso, la normativa concursal está contenida principalmente en los Códigos de Comercio de 1829 y 1885 y en la Ley de Suspensión de Pagos de 1922, en los que se regulan los procedimientos de quiebra y suspensión de pagos. En el Código de Comercio de 1829 la quiebra era el único procedimiento concursal regulado, mientras que la suspensión de pagos no era más que una clase concreta de quiebra. No es hasta el código de 1885 cuando la suspensión de pagos se generaliza como un procedimiento independiente, aunque se permitía también su aplicación en casos de insuficiencia patrimonial, lo que dio lugar a multitud de abusos, que se pretendieron corregir con la reforma del código de 1897. En esta situación, la crisis del Banco de Barcelona en 1920 ejerció una gran influencia en la Ley de Suspensión de Pagos de 1922, que se estaba tramitando en esos momentos.

El procedimiento que generalmente se ocupa de la liquidación de las empresas es la quiebra, mientras que la suspensión de pagos está más orientada hacia la supervivencia de la misma, aunque los dos mecanismos pueden conducir tanto a la desaparición como a la continuidad, puesto que el convenio aprobado en la suspensión de pagos puede conducir a la liquidación, mientras que dentro de la quiebra se puede llegar a un acuerdo que permita la continuidad de la empresa. Por lo tanto, la suspensión de pagos recoge situaciones muy diversas, al poder acogerse a ella, además de las empresas que intentan lograr una reestructuración financiera,

aquéllas que deberían haber entrado directamente en un procedimiento de liquidación. Este hecho puede facilitar que, sobre todo en entidades de mayor tamaño, el procedimiento de quiebra se haya visto sustituido por el de suspensión de pagos, por lo que la quiebra quedaría como un mecanismo que, de manera general, sólo es utilizado por las más pequeñas (Van Hemmen, 1998). Por supuesto, el deudor tiene la posibilidad de llegar a acuerdos con sus acreedores que eviten la entrada en el procedimiento legal, si bien no existe ningún mecanismo que regule este tipo de situaciones, de manera análoga al acuerdo negociado que recoge la normativa francesa. La suspensión de pagos es básicamente una propuesta de negociación, a través de un procedimiento judicial, para facilitar la consecución de un acuerdo con los acreedores que permita lograr la continuidad de la empresa, para lo que la propuesta puede contener una reducción de los pagos o un aplazamiento de la fecha de vencimiento<sup>27</sup>. En principio, una empresa debe estar en una situación de insolvencia provisional para poder acogerse a este procedimiento, con un activo superior al pasivo, aunque la ley también permite la entrada de empresas que presenten una situación de insolvencia definitiva, por lo que, en la práctica, se convierte en un mecanismo que puede ser utilizado para distintos propósitos, y que se aplica tanto para lograr la reestructuración de empresas como para su liquidación, evitando la entrada directa en la quiebra.

El inicio de la suspensión de pagos sólo puede realizarse a instancia del deudor, mientras que a los acreedores únicamente se les permite realizar la solicitud de quiebra, procedimiento que también puede solicitar el propio deudor. Sin embargo, durante el desarrollo de la suspensión de pagos los acreedores no pueden solicitar el inicio de la quiebra, por lo que la legislación establece una clara prioridad en favor de la suspensión de pagos, evitando así que se produzcan liquidaciones de empresas que puedan continuar su actividad si consiguen llegar a algún tipo de acuerdo con sus acreedores. No obstante, una vez que se ha iniciado un proceso de quiebra, tampoco el deudor puede solicitar la suspensión de pagos por lo que, al tratarse éste de un procedimiento más protector de sus intereses, el legislador trata de incentivar la solicitud del deudor cuando las dificultades financieras pueden ocasionar una petición de quiebra por parte de los acreedores. Este mecanismo podría

---

<sup>27</sup> Lo que se conoce como quita o espera en la terminología concursal.

facilitar que la declaración de insolvencia se produzca en las primeras fases de deterioro, lo que incrementa la probabilidad de supervivencia de la empresa. Sin embargo, al igual que el resto de los países analizados, el retraso en la entrada es una de las principales causas de la alta tasa de liquidaciones, por lo que parecen influir más otra serie de factores que incentivan este retraso, como el desprestigio que supone para la empresa y sus gestores o los costes que origina la declaración de insolvencia.

En el momento de la solicitud, el deudor debe presentar una serie de documentos, entre los que destacan el balance de situación, una lista de los acreedores, un informe que detalle las causas de la declaración y una propuesta de acuerdo para hacer frente a los pagos adeudados a sus acreedores. En el momento en que el juzgado acepta la propuesta se inicia el procedimiento que, si bien no significa la declaración definitiva de suspensión de pagos, sí tiene importantes efectos sobre todos los partícipes del proceso. El deudor mantiene la administración de la empresa, pero su actividad queda sometida a la supervisión de tres interventores nombrados por el juez, uno de los cuáles será un acreedor. Con el objetivo de preservar la integridad del patrimonio, la mera admisión a trámite de la suspensión paraliza las ejecuciones de las deudas pendientes e impide que se inicien otras nuevas, con lo que desde el momento en el que se realiza la petición, el procedimiento otorga esta medida como protección del deudor, para evitar una carrera por parte de los acreedores que podrían intentar ser los primeros en ejecutar su crédito, lo que daría lugar a que el valor de la empresa sea mucho menor, y perjudicar no sólo al deudor sino también al conjunto de los acreedores. Sin embargo, la ley coloca al margen de esta paralización los créditos que gocen de derecho de ejecución separada, entre los que se incluyen los garantizados mediante hipoteca o prenda y los salariales. Este hecho reduce en la práctica la efectividad de la suspensión de las ejecuciones y dificulta el logro de un acuerdo con los acreedores, puesto que puede suponer la separación de activos importantes para garantizar la supervivencia de la empresa, y reduce la capacidad del deudor para realizar una propuesta que sea aceptable por el resto de los acreedores.

Una característica fundamental de la suspensión de pagos, orientada a permitir la supervivencia de la empresa, es la posibilidad que ofrece de emitir deuda



con carácter prioritario sobre la existente durante la tramitación de todo el proceso. Con ello se intenta dotar a la empresa de los mayores medios posibles para conseguir mantener su negocio en funcionamiento, dado que si la entrada en el procedimiento es debida a un desajuste financiero más que a una causa de carácter económico o de viabilidad del negocio, la obtención de nuevos fondos facilitará el mantenimiento activo de las actividades y permitirá lograr, de manera más sencilla, un acuerdo con los acreedores que permita solucionar la situación.

Una vez que la entrada en el procedimiento ha sido aceptada, los interventores deben analizar la situación real de la empresa y enviar un dictamen, que si bien no tiene carácter vinculante, es la base sobre la que el juez declarará definitivamente al deudor en estado legal de suspensión de pagos, a la vez que determina si su situación es de insolvencia provisional o definitiva. Esta distinción implica algunas diferencias en los pasos siguientes. Así, en los casos de insolvencia provisional el procedimiento se simplifica, al convocar directamente el juez a la junta de acreedores, mientras que si se declara la insolvencia definitiva, se abre un plazo de quince días para que el suspenso ratifique o rectifique el déficit puesto que, en caso de no hacerlo, los acreedores que representen 2/5 del pasivo pueden solicitar la quiebra (aunque esto no suele suceder en la práctica). Si bien la calificación de insolvencia definitiva no implica la interrupción del proceso de suspensión de pagos, sí produce la aparición de una serie de circunstancias que se aproximan a una situación de quiebra, pues el juez puede restringir las capacidades de administración del deudor, es posible impugnar actos o negocios anteriores a la fecha de la declaración y se abre la pieza de calificación, características todas ellas inherentes a un proceso de quiebra.

Todo el procedimiento de suspensión de pagos tiene como objetivo facilitar que el deudor llegue a un acuerdo con sus acreedores, a través de la aprobación de un convenio. En este sentido, debemos señalar que la legislación española no establece ningún tipo de restricciones al contenido de ese convenio<sup>28</sup>, por lo que se deja a la negociación entre las partes llegar a un acuerdo de continuidad o de liquidación de la

---

<sup>28</sup> Como si hacía la antigua legislación alemana, en el procedimiento de composición judicial (*Vergleichsverfahren*), o establece la nueva normativa española, como se analizará más adelante.

empresa<sup>29</sup>. La propuesta de plan que debe ser debatida en la junta de acreedores es presentada prioritariamente por el deudor, y una vez debatida debe ser aprobada por las mayorías requeridas legalmente, que de manera general son 3/5 partes del pasivo si el convenio consiste en una espera no superior a tres años o 3/4 partes si la espera es superior a tres años o si la insolvencia es definitiva. Los acreedores, a lo largo del debate del plan, pueden incluir las modificaciones que consideren oportunas, aunque se trate de cuestiones que no estuvieran incluidas en la propuesta inicial del deudor. El acuerdo alcanzado afecta a todos los acreedores ordinarios, incluso a aquellos que se hayan opuesto a su aceptación o no hayan acudido a la junta. Los acreedores garantizados y privilegiados tienen el derecho a no acudir a la convocatoria y no quedar afectados por el acuerdo alcanzado, pero si renuncian a ese derecho, quedarán sujetos al cumplimiento del convenio. Un elemento característico de este acuerdo, que representa una gran ventaja frente a los acuerdos privados con los acreedores, es el hecho de que una vez que el convenio se ha cumplido, se extingue la obligación del deudor, mientras que, en cualquier otro caso, éste queda obligado a satisfacer a los acreedores hasta que sus derechos hayan sido completamente satisfechos.

Si bien este planteamiento parece otorgar un gran poder de decisión a los acreedores, en realidad no es así, al exigir la ley el consentimiento, en todo caso, del deudor para que el plan pueda ser aprobado. Esta disposición tiene importantes implicaciones, y supone un claro posicionamiento del legislador a favor del deudor puesto que, en la práctica, únicamente deja en manos de los acreedores la decisión de aprobar la propuesta defendida por el deudor o forzar el fracaso de la negociación y la entrada en un procedimiento de quiebra. Además, si no se alcanzan las mayorías requeridas, el juez procede al sobreseimiento del expediente y se da por finalizado el proceso, por lo que también se levanta la suspensión de las ejecuciones, con lo que generalmente se pasa a un procedimiento de quiebra que se ocupe de la liquidación de la empresa.

La quiebra es el procedimiento establecido por la legislación española para lograr primordialmente la liquidación del patrimonio de la empresa, para con su

---

<sup>29</sup> Para lograr la continuidad de la empresa el convenio contendrá una quita, una espera o ambas cosas, mientras que si el acuerdo es de liquidación puede consistir tanto en la venta de los activos de manera separada como en la transmisión de la empresa como una entidad en funcionamiento.

producto hacer frente a las deudas que ésta tiene contraídas con sus acreedores. A pesar de que esta liquidación es la forma normal de terminación del procedimiento, la legislación también permite la consecución de un acuerdo con los acreedores una vez que la situación de quiebra ha sido declarada. Puede ser voluntaria, en el caso de ser solicitada por el deudor, o necesaria, si la pide alguno de los acreedores, aunque en ningún caso puede ser declarada de oficio por el juez. La declaración de quiebra supone la inhabilitación del deudor para administrar y disponer de sus bienes, por lo que la gestión de la empresa queda en manos de los síndicos designados por la junta de acreedores. Para intentar evitar que el deudor realice actos antes de la declaración que vayan en perjuicio de los intereses de los acreedores, el Código de Comercio establece la retroacción, por la que se declaran nulos todos los actos administrativos y de dominio realizados por el quebrado desde el momento en que realmente cesó en el pago de sus obligaciones. Esto puede dificultar los intentos previos a la declaración que el deudor realice para solucionar su situación, debido a la inseguridad jurídica que supone para terceros que realicen transacciones con el deudor en dificultades.

La liquidación del patrimonio del deudor, para hacer frente al pago de los créditos reconocidos en el orden legalmente establecido, es el modo normal de terminación de la quiebra, si bien en la mayoría de las ocasiones con la realización de los bienes no se obtiene liquidez suficiente para pagar todos los créditos. De manera alternativa, la normativa también permite la posibilidad de que el deudor quebrado alcance un convenio con los acreedores dentro de la propia quiebra, no siendo necesario que el convenio sea exclusivamente de liquidación, por lo que se permite negociar también la continuidad de la empresa dentro de este procedimiento. Por último, y como reminiscencia del origen penal del derecho concursal español, la legislación prevé que en la quiebra se abra una pieza de calificación para depurar la responsabilidad del quebrado en el origen de la situación, estando tipificadas las conductas que conducen a una quiebra fortuita, culpable o fraudulenta<sup>30</sup>.

La legislación española presenta un claro carácter de protección de los intereses del deudor, que se pone de manifiesto en las distintas fases por las que debe

---

<sup>30</sup> Este origen penal de la normativa también se ve reflejado al inicio del procedimiento, en el que se prevé el arresto del quebrado, si bien el tribunal constitucional ha rebajado el rigor de esta medida, exigiendo que sea domiciliario y por el tiempo estrictamente necesario.

transcurrir todo el procedimiento. En primer lugar, y con anterioridad a la negociación con los acreedores, la ley centra su protección sobre los derechos del deudor al otorgarle el derecho exclusivo a solicitar la entrada en la suspensión de pagos, lo que incluso le permite el establecimiento de contactos previos con sus principales acreedores que le puedan, en cierta medida, anticipar el grado de aceptación que puede tener su propuesta. Además, a menos que se produzcan situaciones especialmente graves, el deudor mantiene el control de la gestión, estando la actuación de los interventores generalmente enfocada a evitar comportamientos oportunistas, pero dejándole un amplio margen de maniobra. Para facilitarle la administración de los activos, a través de la realización de inversiones que puedan incrementar su valor, la normativa permite la obtención de financiación con carácter prioritaria sobre la existente, lo que mejora las posibilidades de supervivencia y permite al deudor ampliar sus actuaciones dentro del procedimiento.

En segundo lugar, el deudor también disfruta de ciertos privilegios a la hora de establecer el convenio y lograr el acuerdo con los acreedores. Esta negociación se va a desarrollar en un contexto de asimetría de la información, puesto que la valoración previa realizada por los interventores se centra más en los aspectos meramente patrimoniales, pero no contribuyen al conocimiento del verdadero valor que tiene la empresa desde el punto de vista de su continuidad. Además, la propuesta inicialmente debatida debe ser la realizada por el deudor, e incluso el procedimiento no contempla la posibilidad de que pueda continuar sus operaciones sin su aprobación expresa, lo que implica su mantenimiento al frente de la empresa en caso de reestructuración, y le otorga en realidad un derecho de veto sobre los acuerdos alcanzados por los acreedores. Además, el hecho de que el acuerdo alcanzado afecte a todos los acreedores, hayan o no aceptado el convenio, evita comportamientos de tipo “*holdout*”, que pueden hacer que los acreedores, en la búsqueda de su propio beneficio, hagan fracasar una negociación favorable para sus intereses desde un punto de vista global.

*2.4.4.1.- Necesidad de reforma: la Ley Concursal de 2003*

A lo largo de los últimos años, las críticas recibidas por la legislación concursal española han sido abundantes, pudiendo calificarla no sólo de antigua, sino también de anticuada, por lo que ha sido considerada como una normativa parcial, con una regulación muy dispersa y que ha perdido el contacto con la realidad empresarial presente en la actualidad (Rajak *et al.*, 1995). Toda la regulación sobre insolvencia se encuentra contenida en diversos artículos de la normativa mercantil y civil desde el Código de Comercio de 1829, que permanecía vigente en ciertos aspectos referidos en la Ley de Enjuiciamiento Civil de 1881, hasta la aprobación de la Ley de Suspensión de Pagos de 1922, cuya promulgación fue provocada por una de las primeras crisis financieras del siglo XX en España y para evitar que el Banco de Barcelona fuera declarado en quiebra. En el momento de su aprobación no se pretendía que esa fuera una regulación duradera de los problemas de insolvencia, como demuestra la asignación de una vigencia inicial de cuatro años, al término de los cuales, en su disposición adicional segunda, figuraba la posibilidad de que el gobierno suspendiera sus efectos. Esto puede explicar la obsolescencia de un procedimiento que gira en torno a una visión estática de las unidades que solicitan la entrada en el proceso (Ramos, 1993).

De manera general, Espina (1994) expone las principales disfunciones de la normativa concursal española, entre las que destaca el intrincado sistema de jerarquías, privilegios y prelaciones que se establece entre los acreedores, induciéndoles a adoptar un comportamiento estratégico y no cooperativo. Además, la ley otorga a los interventores una responsabilidad excesiva, puesto que su dictamen resulta crucial para determinar la calificación judicial de la insolvencia como provisional o definitiva, que se basa en un criterio totalmente estático como es que el activo sea o no superior al pasivo exigible. La lógica indica que la decisión debería depender de las posibilidades de continuidad de la empresa, pero en el procedimiento español no existe una fase previa de evaluación que permita determinar esa posibilidad, ya que incluso el deudor sólo debe presentar con la declaración el último balance, eliminando la posibilidad de establecer una cierta perspectiva histórica de la evolución empresarial. Además, este autor describe una serie de disfunciones

adicionales, entre las que incluye la acumulación de plazos en los sucesivos trámites, unas reglas sobre votaciones en las juntas demasiado estrictas, el que la jurisdicción laboral no se paralice con el inicio del procedimiento o el hecho de que el sistema sea aplicado por magistrados y funcionarios judiciales no especializados.

Por otra parte, Van Hemmen (2003) también hace hincapié en otra serie de problemas que la regulación española venía planteando, como el hecho de que las empresas acudan al juzgado excesivamente tarde, lo que reduce la posibilidad de llegar a un acuerdo que sea satisfactorio para los acreedores. Además, plantea que existe una falta de transparencia, o el excesivo poder que se les otorga a los interventores y síndicos, que no representan los intereses de los acreedores. Por último, el hecho de que la ley confiere demasiados privilegios a las administraciones públicas y la ausencia de los acreedores privilegiados, junto con la lentitud, no sólo establecida por la ley, sino producida también en su aplicación judicial, mostraban la necesidad de afrontar una reforma en profundidad de nuestro sistema concursal.

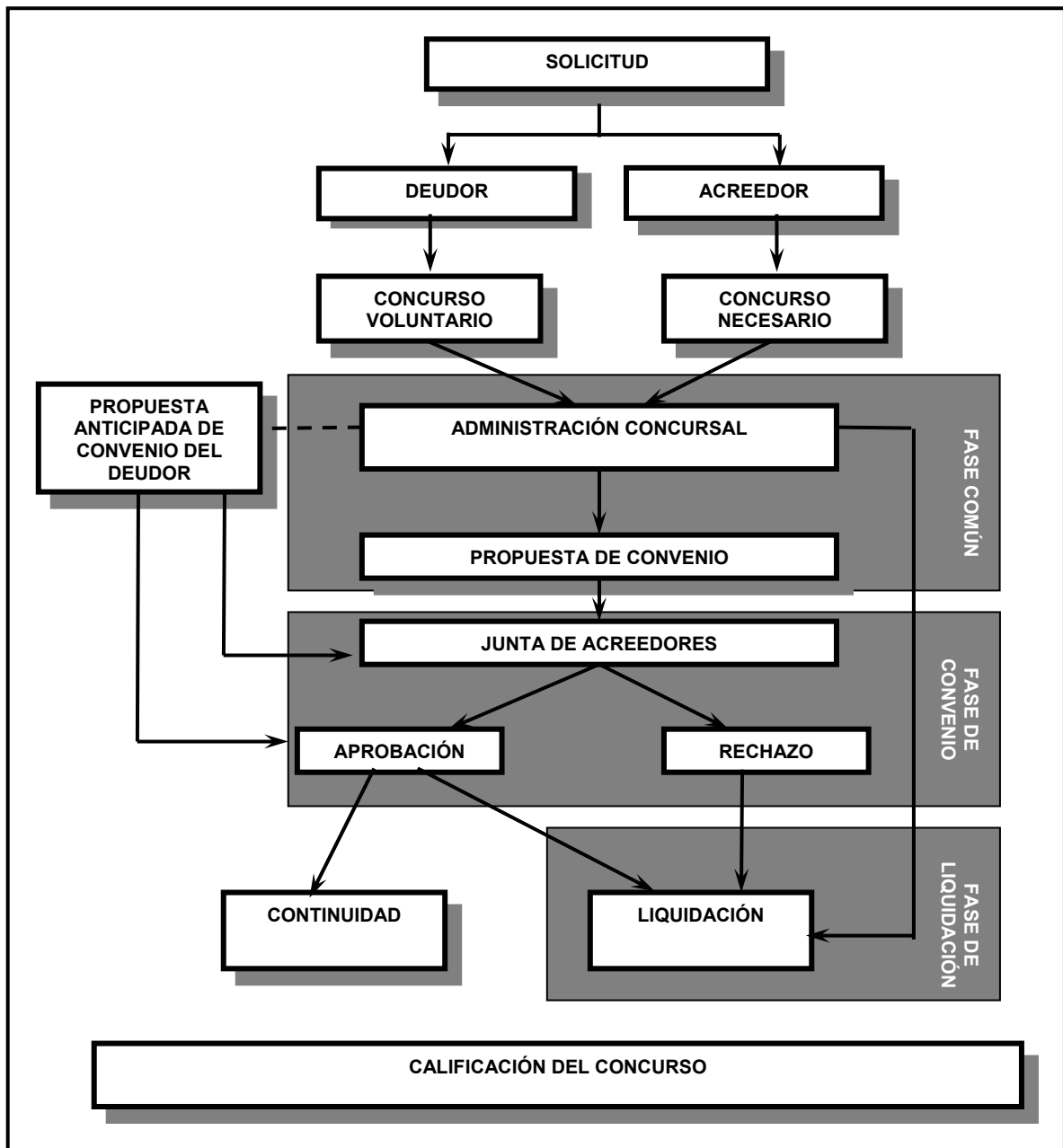
Un resumen de los principales problemas del sistema concursal español se establece en la propia exposición de motivos de la Ley Concursal de 9 de julio de 2003: *“arcaísmo, inadecuación a la realidad social y económica de nuestro tiempo, dispersión, carencia de un sistema armónico, predominio de determinados intereses particulares en detrimento de otros generales y del principio de igualdad de tratamiento de los acreedores, con la consecuencia de soluciones injustas, frecuentemente propiciadas en la práctica por maniobras de mala fe, abusos y simulaciones, que las normas reguladoras de las instituciones concursales no alcanzan a reprimir eficazmente”*. A lo largo de todo el siglo XX existieron distintos intentos de reforma, como el anteproyecto elaborado por la sección de justicia del Instituto de Estudios Políticos en 1959, los elaborados por Comisión General de Codificación, publicados en 1983 y 1996, y el Anteproyecto de Ley Concursal elaborado por la sección especial para la reforma concursal, creada en 1996, que constituye el antecedente del proyecto que dio origen a la ley aprobada en julio de 2003, y que entró en vigor en septiembre de 2004.

La ley opta por seguir el principio de unidad legal, y establece un único procedimiento, independientemente de la condición o no de empresario del deudor y

de la finalidad de liquidación o de conservación que se persiga, denominado “concurso”, expresión clásica que, desde los tratadistas españoles del siglo XVII, pasó al vocabulario procesal europeo y que describe la concurrencia de los acreedores sobre el patrimonio del deudor común. El espíritu y finalidad de la ley es procurar, por una parte, la continuidad, en la medida de lo posible, de la sociedad deudora y, por otra, dar mayor flexibilidad y satisfacción a los acreedores, facultándoles para tomar iniciativas en el procedimiento que puedan cumplir sus intereses. El proceso concursal se configura en tres fases: en primer lugar la fase común, en la que se realizan los trámites necesarios para elaborar la lista de acreedores y el inventario de los bienes de la empresa. En segundo lugar la fase de convenio, en la que se convoca la junta de acreedores y, por último, la fase de liquidación, que generalmente supondrá la desaparición de la empresa. De manera gráfica, se recogen estas tres etapas en el gráfico 2.7.

Como presupuesto objetivo que permita la declaración del concurso, la ley establece que ésta es procedente cuando el deudor se encuentra en situación de insolvencia, entendiéndose que se produce cuando no puede cumplir regularmente sus obligaciones, permitiendo además que la situación de insolvencia sea actual o inminente. La declaración del concurso puede ser solicitada por el deudor, en cuyo caso se denomina concurso voluntario, o por cualquiera de sus acreedores, iniciándose el concurso necesario. Si la solicitud la realiza el deudor, debe incluir una memoria expresiva de la historia económica de los últimos tres años, un inventario de bienes y derechos, las causas que motivan la declaración, y una relación detallada de sus acreedores. En el caso de que la solicitud sea realizada por un acreedor, deberá aportar el documento acreditativo de su situación con respecto al deudor, y esta petición se encontrará fundamentada en el caso de un sobreseimiento general de los pagos del deudor, existencia de embargos por ejecuciones pendientes o el alzamiento o liquidación apresurada de los bienes del deudor, así como el incumplimiento de los pagos tributarios, de la seguridad social o laborales en los tres últimos meses.

Grafico 2.7: Etapas del nuevo procedimiento concursal en España



Fuente: elaboración propia

Con la variación respecto a la legislación anterior, en la que sólo el deudor podía solicitar la suspensión de pagos, se ha pretendido incentivar la entrada cuanto antes en el procedimiento concursal, permitiendo la declaración del deudor que prevea una situación de insolvencia en un futuro inmediato y estableciendo sanciones por el incumplimiento del deber de solicitarlo. De esta forma, el deudor tiene el deber de solicitar la declaración de concurso dentro de los dos meses siguientes a la



fecha en la que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia puesto que, en caso contrario, se presupone la existencia de dolo o culpa grave<sup>31</sup>. Además, se otorga al crédito del acreedor que realice la petición un privilegio general, e incluso ser el acreedor solicitante incrementa la probabilidad de ser nombrado administrador concursal. Sin embargo, en este último caso la ley es ambigua en sus intenciones, al cargar con todas las costas del proceso al acreedor que realice la solicitud si finalmente se rechaza la propuesta, aunque se introduce el matiz de dejar a la apreciación del juez si el caso presenta serias dudas de hecho o derecho, en cuyo caso el acreedor solicitante no debería soportar las costas del proceso.

La ley simplifica la estructura orgánica del concurso, siendo el juez y la administración concursal los órganos necesarios en el procedimiento. La junta de acreedores únicamente habrá de constituirse en la fase del convenio, cuando no se haya aprobado por el sistema de adhesiones una propuesta anticipada. La competencia para conocer del concurso se atribuye a los nuevos juzgados de lo mercantil, que se crean, al hilo de esta ley, en la Ley Orgánica para la Reforma Concursal, mediante la pertinente modificación de la Ley Orgánica del Poder Judicial. La administración concursal es un órgano colegiado, formado por tres miembros, dos de ellos expertos profesionales en materias jurídicas y económicas y un tercero con la presencia representativa de un acreedor ordinario.

La declaración del concurso no supone la interrupción del ejercicio de la actividad profesional o empresarial del deudor. En principio, en los casos de concurso voluntario el deudor permanece al frente de la gestión de la empresa, si bien sometido a la intervención de la administración concursal, mientras que si se trata de un concurso necesario se suspende el ejercicio de las facultades patrimoniales del deudor, traspasándose éstas a la administración concursal. No obstante, la ley no fuerza un cumplimiento estricto de esta disposición, al reconocer al juez del concurso amplias facultades para modificarlo. Desde el momento de su nombramiento, la administración concursal goza de un plazo de dos meses para

---

<sup>31</sup> No obstante, la ley también pretende evitar la entrada en el procedimiento por motivos estratégicos, para lo que exige al deudor solicitante una justificación de su endeudamiento y de su estado de insolvencia.

elaborar su informe que deberá contener el inventario de la masa activa, la lista de acreedores y, en su caso, la evaluación de las propuestas de convenio presentadas.

Desde que se produce la solicitud del concurso voluntario se permite al deudor presentar ante el juez una propuesta anticipada de convenio, que deberá contar con la adhesión de acreedores cuyos créditos superen la quinta parte del pasivo presentado por el deudor para su admisión a trámite y que, para su aprobación, necesitará la adhesión de acreedores que representen créditos por al menos la mitad del pasivo ordinario del concurso. El juez trasladará esta propuesta anticipada a la administración concursal para que realice una evaluación de la misma, que emitirá su opinión, lo que le ayudará a dictar su auto. Una vez transcurridos los plazos legales, el juez dictará sentencia poniendo fin a la fase común del concurso pudiendo declarar la propuesta aprobada o proceder a la apertura de la fase de convenio, si el deudor no solicita en ese momento la liquidación.

En el momento en el que se realiza la solicitud de entrada en el procedimiento, todos los acreedores, ordinarios o no, ven paralizadas sus acciones individuales contra el patrimonio del deudor. En este sentido, una de las principales novedades es el tratamiento que la ley dedica a las acciones de ejecución de las garantías reales sobre los bienes del concursado. Respetando la naturaleza propia del derecho real, se procura que la ejecución separada de las garantías no perturbe el mejor desarrollo del procedimiento concursal ni impida soluciones que puedan ser convenientes para los intereses del deudor y del resto de los acreedores. Para ello, la ley establece una paralización temporal de las ejecuciones durante el tiempo en el que se negocia el convenio, con un plazo máximo de un año a partir de la declaración del concurso. Esto supone un cambio importante respecto a la suspensión de pagos que puede facilitar la continuidad de la empresa, al proporcionar protección frente a las actuaciones de todos los acreedores por un periodo de tiempo que permita la consecución de un acuerdo destinado a lograr la continuidad de la empresa.

Una vez finalizada la fase común, y si el deudor no ha solicitado la liquidación de la empresa, se inicia la fase de convenio, en la que el juez convoca la junta de acreedores, a la que le será sometida la propuesta de convenio realizada por el deudor o por acreedores con créditos que representen al menos una quinta parte

del total pasivo resultante de la relación presentada por el concursado. La administración concursal realizará una evaluación de su contenido con anterioridad al sometimiento a la junta de acreedores. Esta deberá deliberar sobre la propuesta realizada por el deudor en primer lugar, y si es rechazada se continuará con las de los acreedores, teniendo en cuenta que una vez aprobada una propuesta, la ley establece que no procede la deliberación sobre las restantes. La propuesta de convenio deberá contener proposiciones de quita o espera, pudiéndose acumular ambas, si bien la normativa establece límites a la solución mediante convenio, ya que no será posible incluir quitas que excedan de la mitad del importe de cada uno de los créditos ordinarios ni esperas superiores a cinco años. Estos límites podrán ser ampliados por el juez en caso de tratarse de empresas de especial trascendencia para la economía nacional. Además, en el caso de propuestas de convenio anticipadas, el deudor puede solicitar y el juez autorizar motivadamente la superación de los límites cuantitativos y temporales al convenio comentados con anterioridad (Pulgar, 2003).

Para la aprobación de la propuesta de convenio en la junta será necesario el voto favorable de, al menos, la mitad del pasivo ordinario del concurso, teniendo en cuenta que el voto de un acreedor privilegiado en favor de la propuesta le obliga al cumplimiento de las actuaciones aprobadas. Debemos señalar que la nueva ley elimina el derecho de veto que le otorgaba al deudor la suspensión de pagos, lo que reduce considerablemente el sesgo a su favor que se establecía en esta fase del proceso, por lo que se puede llegar a aprobar una propuesta proveniente de los acreedores sin el consentimiento o aceptación del propio deudor. Transcurrido el plazo legal para oponerse al convenio sin que se formule ninguna objeción, el juez dictará sentencia aprobándolo, si bien la ley le confiere la potestad de poder rechazar la propuesta de oficio, aunque su papel será el de control de la legalidad y no de oportunidad del convenio, puesto que no puede modificar el contenido ni entrar a valorar su viabilidad, sino que puede rechazar de oficio aquel convenio que, aunque aprobado por las mayorías requeridas, infrinja alguna de las normas que la ley establece para su contenido. Si no se hubiera presentado propuesta de convenio o ésta fuera rechazada se procederá a la liquidación de los bienes del deudor.

Por lo que se refiere a la clasificación de los créditos, en la exposición de motivos se introduce el propósito de que su regulación constituya una de las

innovaciones más importantes que introduce la ley, al reducir los privilegios y preferencias a efectos del concurso de ciertos créditos favorecidos en la legislación anterior, considerando que el principio de igualdad de tratamiento de los acreedores debe constituir la regla general, con excepciones ocasionales bien justificadas. Si bien es cierto que la restricción de privilegios es menos severa de lo que esta exposición parece indicar, sí que se establecen cambios importantes respecto a la anterior normativa en este sentido. La primera distinción que la ley establece es la de créditos contra la masa y créditos contra el deudor o créditos concursales. Los primeros no quedan sujetos a los acuerdos tomados en el procedimiento y se recuperan al margen del mismo, gozando por lo tanto de máxima prioridad<sup>32</sup>. En estos se incluyen principalmente los salarios por los últimos treinta días de trabajo, las costas y gastos judiciales que origine el proceso o la administración concursal y los generados por el ejercicio de la actividad profesional del deudor tras la declaración del concurso.

Por otra parte, los créditos concursales se dividen en privilegiados, ordinarios y subordinados. La ley introduce discriminaciones positivas y negativas dentro de los acreedores ordinarios. Las primeras se concretan en los privilegios, por razón de las garantías de que gozan los créditos o de la causa o naturaleza de estos, dividiéndose de esta forma los privilegiados en “*créditos con privilegio especial*”, si afectan a determinados bienes o derechos, y “*créditos con privilegio general*” si afectan a la totalidad del patrimonio del deudor, entre los que se encuentran créditos salariales no especiales, los créditos con la agencia tributaria y la seguridad social, y los del acreedor que realice la solicitud de declaración hasta la cuarta parte de su importe. A los acreedores privilegiados sólo les afectará el convenio con su conformidad y, en caso de liquidación, tendrán derecho de cobro prioritario con respecto a los acreedores ordinarios. Sin embargo, los privilegios para este tipo de acreedores se han visto reducidos en número, e incluso se limitan en su cuantía a algunos tradicionalmente reconocidos, como los tributarios y de la seguridad social hasta un 50% de su importe. Las excepciones negativas son las de los créditos subordinados,

---

<sup>32</sup> Si bien antes del pago de los créditos concursales se deben deducir de la masa activa los bienes y derechos necesarios para el pago de los créditos contra la masa, esa prioridad no es absoluta, al establecer la ley que estos créditos no podrán satisfacerse con bienes afectos al pago de créditos con privilegio especial.

nueva categoría que introduce la ley para aquellas deudas que quedan postergadas tras las ordinarias por razón de su tardía comunicación, por pacto contractual, por su carácter accesorio<sup>33</sup>, por su naturaleza sancionadora (en el caso de las multas) o por la condición personal de los titulares, cuando se trata de personas especialmente relacionadas con el concursado. Los titulares de estos créditos carecen de derecho de voto en la junta de acreedores y en caso de liquidación, no podrán ser pagados hasta que hayan quedado íntegramente satisfechos los ordinarios.

El pago de todos los créditos enunciados se realizará de la siguiente forma: Los créditos contra la masa se satisfarán a sus respectivos vencimientos, mientras que los créditos privilegiados se harán efectivos con cargo a los bienes y derechos afectos a sus garantías. Con esta clasificación de créditos, la ley mantiene el carácter prioritario que la suspensión de pagos otorgaba a la financiación de la empresa después de que se ha iniciado el procedimiento<sup>34</sup>, al excluir estos créditos de los concursales e incluirlos en los créditos contra la masa. No obstante, debemos señalar que, en la nueva regulación, la financiación necesaria para poner en práctica el plan aprobado en el convenio deberá atenerse a lo recogido en éste en lo que respecta a su devolución.

Por último, una de las materias en las que la reforma ha sido más profunda es la de calificación del concurso, cuya apertura se encuentra limitada a supuestos muy concretos: la aprobación de un convenio especialmente gravoso para los acreedores y la apertura de la liquidación. En estos supuestos, el concurso se calificará como fortuito o como culpable, reservándose esta última calificación para los casos en los que en la generación o agravación del estado de insolvencia hubiera mediado dolo o culpa grave del deudor.

---

<sup>33</sup> Es necesario señalar que la ley contempla como créditos subordinados los intereses generados cualquiera que sea su clase, excepto los correspondientes a créditos hipotecarios y pignoratícios hasta donde alcance la respectiva garantía.

<sup>34</sup> Con una figura análoga al *debtor in possession* de la legislación norteamericana, que trata de facilitar el mantenimiento de la actividad de la empresa a lo largo de todo el procedimiento.

## **2.5.- PROCEDIMIENTOS DE REESTRUCTURACIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA: ANÁLISIS COMPARATIVO**

El tratamiento que las legislaciones de los países aplican a las empresas que atraviesan problemas de insolvencia financiera presenta diferencias significativas entre la mayoría de las naciones. Tradicionalmente se ha establecido la distinción entre los sistemas orientados a la protección de los acreedores frente a los que protegen de manera prioritaria al deudor, y que tratan de mantener a la empresa en funcionamiento. En el presente epígrafe vamos a analizar con detalle las principales diferencias entre las legislaciones concursales de los cuatro países objeto de estudio en la presente tesis doctoral<sup>35</sup>, centrando nuestra atención en determinar cuáles son las principales características que permiten definir la orientación que siguen los procedimientos de reestructuración de cada uno de los países, sin entrar a valorar los mecanismos de liquidación establecidos en cada una de las regulaciones<sup>36</sup>. En la tabla 2.4 se presentan las características de los procedimientos analizados de manera esquemática, cuya explicación detallada se desarrolla a continuación:

---

<sup>35</sup> El estudio de las legislaciones de Alemania, España, Francia y el Reino Unido implica analizar en realidad seis procedimientos concursales diferentes, debido a las modificaciones que se han producido en los últimos años. Así, estudiaremos la orientación de la antigua legislación alemana y la reforma realizada en 1994, la ley de suspensión de pagos española y la nueva ley concursal de 2003, la ley concursal francesa y la normativa del Reino Unido, con las modificaciones incluidas en la ley de sociedades de 2002.

<sup>36</sup> Evidentemente los procedimientos de liquidación no presentan diferencias en su orientación, al estar todos centrados en realizar la mejor liquidación posible de la empresa, por lo que las diferencias entre las distintas regulaciones son más de carácter técnico y de procedimiento que de orientación.

Tabla 2.4: Características de las legislaciones concursales

Características		Alemania1 <i>Vergleichsverfahren</i>	Alemania2 <i>Insolvenzordnung</i>	España <i>Suspensión de pagos</i>	España <i>Ley Concursal 2003</i>	Francia <i>Redressement Judiciaire</i>	Reino Unido <i>Administrative Receivership</i>	Reino Unido <i>Administration Enterprise Act 2002</i>
<b>Objetivos del procedimiento</b>		- Continuidad de la empresa	- Satisfacción de los acreedores mediante realización del patrimonio o continuidad de la empresa	- Acuerdo con los acreedores que permita la continuidad de la empresa	- Procurar la continuidad - Dotar de mayor flexibilidad a los acreedores	- Jerarquía de objetivos - Continuidad - Mantenimiento empleo - Satisfacción créditos	- Satisfacer la deuda del acreedor que lo ha nombrado - No perjudicar con su actuación al resto de acreedores	- Jerarquía de objetivos - Continuidad - Venta de la empresa - Realización de garantías
<b>Procedimiento de declaración</b>	<b>Requisitos</b>	- Insolvencia - Sobreendeudamiento - Activos superiores a los costes del procedimiento	- Insolvencia actual - Insolvencia Inminente - Sobreendeudamiento - Activos superiores a los costes del procedimiento	- Insolvencia	- Insolvencia actual - Insolvencia Inminente	- Insolvencia	- Impago de una obligación específica - Sin intervención del tribunal	- Insolvencia - Insolvencia Inminente - Se puede realizar sin intervención del tribunal
	<b>Potestad de solicitud</b>	- Deudor	- Deudor - Acreedores - Tribunal	- Deudor	- Deudor - Acreedores	- Deudor - Acreedores - Empleados - Tribunal	- Acreedores garantizados	- Deudor - Acreedores
	<b>Deber de solicitud</b>	- Solicitud en 15 días - Entidad bancaria responsable si oculta información - Responsabilidades civiles y penales			- Solicitud en 2 meses - Incentivos para deudor y acreedores	- Declaración en 15 días - Responsabilidades civiles y penales		- Responsables de pérdidas por retrasos en la declaración (inhabilitación)
<b>Control de la empresa</b>	<b>Quién decide en la fase inicial</b>	- Tribunal, previo informe del administrador	- Junta de Acreedores - Puede ser anulado por el juez	- Tribunal, previo informe de los interventores	- Tribunal, basándose en la información aportada en la declaración	- Tribunal, previo informe del administrador	- Síndico	- Administrador
	<b>Control durante el procedimiento</b>	- Deudor con supervisión del tribunal o del comité de acreedores	- Deudor, supervisado por tribunal - Administrador nombrado por acreedores o tribunal	- Deudor, supervisado por los interventores	- Deudor, supervisado por la administración concursal	- Deudor con supervisión del tribunal - Administrador nombrado por tribunal	- Administrador nombrado por acreedor (sin intervención del tribunal)	- Administrador nombrado por el tribunal

Continuación Tabla 2.4

Características		Alemania1 <i>Verglerchverfahren</i>	Alemania2 <i>Insolvenzordnung</i>	España <i>Suspensión de pagos</i>	España <i>Ley Concursal 2003</i>	Francia <i>Redressement Judiciaire</i>	Reino Unido <i>Administrative Receivership</i>	Reino Unido <i>Administration Enterprise Act 2002</i>
	<b>Suspensión de las ejecuciones</b>	- Acreedores Ordinarios	- Suspensión automática - Garantizados (3 meses)	- Acreedores Ordinarios	- Suspensión automática - Garantizados (1 año)	- Suspensión automática - Todos los acreedores	- No	- Suspensión automática - Todos los acreedores
	<b>Acciones permitidas</b>	- Transacciones anteriores anulables	- Deuda posterior prioritaria - Potestad de venta de activos - Transacciones anteriores anulables	- Deuda posterior prioritaria	- Deuda posterior prioritaria	- Deuda posterior prioritaria - Potestad de venta de activos - Transacciones anteriores anulables	- Potestad de venta de activos (siempre que no formen parte de una garantía) - Síndico responsable de la deuda posterior	- Deuda posterior prioritaria - Administrador no responsable deuda posterior - Realización de garantías
<b>Plan de Rehabilitación</b>	<b>Presentación</b>	- Deudor	- Deudor - Administrador a solicitud de la junta de acreedores	- Deudor (prioridad) - Acreedores	- Deudor (prioridad) - Posibilidad de propuesta anticipada del deudor - Acreedores	- Administrador		- Administrador
	<b>Limites temporales</b>	- Presentado con la declaración		- Propuesta de plan en la declaración		- 18 meses		- 12 meses en total
	<b>Contenido</b>	- No puede contener sustitución de créditos - Igual tratamiento acreedores de misma categoría - No incluye garantizados - % mínimo exigido (35% ó 40%)	- Igual tratamiento acreedores de misma categoría - Posibilidad de liquidación, continuidad o venta	- Violación de la regla de prioridad absoluta - Acuerdo de continuidad o de liquidación	- Limitación contenido: Quitas < 50% y esperas < 5 años - Violación de la regla de prioridad absoluta	- Posibilidad de liquidación, continuidad o venta - Violación de la regla de prioridad absoluta	- Respeto de la regla de prioridad absoluta - Posibilidad de venta de la empresa	- Reorganización, liquidación o venta - Respeto de la regla de prioridad absoluta
	<b>Aprobación y efectos</b>	- ½ acreedores y ¾ del valor créditos	- Mayoría en cada clase de acreedores - Aprobación de los accionistas requerida para cambios estructura empresa	- Mayoría de acreedores (3/4 o 3/5 del pasivo) - Derecho de veto deudor - No afecta a garantizados y privilegiados que no asistan a la junta	- Mayoría de acreedores	- Tribunal		- Mayoría de acreedores - Mayoría de accionistas



Desde un punto de vista formal, nos podemos encontrar con la existencia de diversos procedimientos que traten de aportar soluciones adecuadas para las distintas situaciones por las que atraviese la empresa. De esta forma, el legislador ha optado en algunos países por la unidad de procedimientos, dando igual tratamiento a todas las empresas y planteando distintas salidas posibles, ya sea la continuidad de la empresa o su liquidación. Por el contrario, en otras legislaciones se ha optado por establecer sistemas separados para cada una de las situaciones aunque, en este caso, también se regulan las relaciones que los pueden conectar. Dentro de la primera categoría, decantándose por un procedimiento único, se hallan la nueva ley concursal española y la reforma alemana de 1994, frente al resto de las regulaciones que establecen diferencias en función de la situación de deterioro más o menos irreversible de la empresa y del objetivo que se pretende alcanzar. Esta primera diferencia es de carácter formal y, si bien es cierto que puede tener ciertas implicaciones a la hora de evaluar la agilidad del proceso, no tiene, en principio, ninguna repercusión sobre la orientación que presenta la legislación concursal.

Las primeras diferencias sustanciales aparecen en el propio objetivo que la legislación persigue, que si bien no va a ser tan determinante como los propios mecanismos establecidos en su aplicación, sí puede aportar una aproximación al propósito que se pretende lograr. Así, la normativa que lo expone más explícitamente es la regulación francesa que, de manera inequívoca, se marca el objetivo de lograr la continuidad de la empresa y el mantenimiento de los puestos de trabajo, dejando el cumplimiento de las deudas pendientes con los acreedores como una meta de jerarquía inferior. También pretenden la continuidad de la empresa, aunque no de una manera tan extrema, los procedimientos de Alemania antes de la reforma, la antigua y la nueva regulación española y la reforma realizada en el Reino Unido, aunque en estos casos el objetivo aparece matizado, al condicionarse la continuidad de la empresa a que ésta sea la mejor alternativa posible desde un punto de vista global.

La reforma alemana de 1994 se plantea como objetivo la satisfacción de los créditos de los acreedores, pero explícitamente hace referencia a que esto puede ser logrado con la continuidad de la empresa, por lo que no implica necesariamente la liquidación. Por último, el procedimiento que claramente se plantea la satisfacción de

la deuda de los acreedores es la *Receivership* del Reino Unido, que incluso tiene por objetivo el pago de la deuda del acreedor garantizado que ha iniciado el procedimiento.

En definitiva, las regulaciones de cada país hacen una auténtica declaración de intenciones al establecer los objetivos que persiguen en sus legislaciones concursales aunque, en algunos casos, la aplicación de los distintos mecanismos establecidos puede resultar contradictoria con el propósito que en principio se pretendía lograr, por lo que resulta imprescindible realizar un análisis más profundo de las disposiciones que se establecen a lo largo de todo el proceso, incluso desde antes de que se produzca la entrada oficial en el procedimiento concursal.

Para ello se ha dividido todo el proceso en tres etapas, que permitan un cierto grado de homogeneización de las fases en todos los países analizados<sup>37</sup>, y que se desarrollan a continuación:

1. **El proceso de declaración**, en el que se analiza la influencia de los requisitos exigidos para la entrada en el procedimiento, la potestad de declaración y los incentivos que se establecen para que ésta se realice en el momento adecuado.
2. **Los derechos de control**, tanto en lo que se refiere a la persona que lo detenta como a las posibilidades de actuación y al margen de decisión del que legalmente dispone.
3. **El plan de reestructuración**, desde el punto de vista de su formulación, contenido y aprobación.

Las diferencias entre las legislaciones pueden ser de dos tipos, generando que su análisis y evaluación presente conclusiones divergentes. Un primer tipo de diferencias, y quizás el más importante, es el objetivo que se pretende conseguir con cada una de las medidas contenidas en las diferentes etapas del proceso concursal, que irán destinadas, de manera más o menos explícita, a lograr un objetivo particular, siendo la integración de todas ellas lo que determine cuál va a ser la orientación de

---

<sup>37</sup> Las fases de los procedimientos en cada una de las normativas no son siempre homogéneas, por lo que se ha tratado de realizar una división que permita tanto la comparación efectiva de las legislaciones como una correcta definición de la orientación de cada uno de los sistemas.

todo el procedimiento concursal. Sin embargo, un segundo tipo de diferencias aparecerá en las actuaciones concretas aplicables en cada momento, aunque esto no siempre supondrá una orientación opuesta, puesto que, en ocasiones, el objetivo perseguido con diferentes medidas puede ser similar. De esta forma, se deben identificar claramente las diferencias que implican un cambio en la orientación del sistema frente a las que se deban a distintas aplicaciones metodológicas, que en realidad pretendan lograr el mismo propósito.

### **2.5.1.- PROCESO DE DECLARACIÓN**

La primera etapa, que hemos denominado “proceso de declaración”, comprende todas las medidas relacionadas con la entrada en el procedimiento concursal. Cuanto primero se produzca la declaración formal de insolvencia, mayores serán las ventajas, al maximizarse el valor de la empresa tanto para los acreedores, que tienen la oportunidad de recuperar sus créditos antes de que el activo de la empresa se haya visto completamente absorbido por una situación prolongada de dificultades financieras, como para la propia empresa, ya que aumentan las probabilidades de supervivencia (White, 1996). Si bien es cierto que esto se cumple en determinadas circunstancias, no se puede ignorar que los directivos tendrán un fuerte incentivo a retrasar en lo posible la entrada en un procedimiento concursal si ésta les va a suponer la pérdida del control o incluso el despido, lo que se añade a la información negativa que una situación de este tipo supone para la empresa y para el prestigio de los propios gerentes.

En este sentido, la legislación deberá establecer una serie de mecanismos que faciliten que la declaración se realice en el momento más adecuado. Para ello, las regulaciones han seguido dos tendencias distintas, haciendo uso, por un lado, de incentivos y, por otro, de penalizaciones que faciliten que la declaración de insolvencia se realice en el momento más oportuno.

Estos mecanismos se pueden enmarcar en tres tipos de actuaciones, que comprenden los requisitos exigidos para poder realizar la declaración, las partes interesadas a las que la normativa confiere potestad para realizar la solicitud y ciertas medidas sancionadoras para los casos de retraso en la declaración.

En todas las legislaciones estudiadas se exige que la empresa tenga problemas de insolvencia, definidos como la incapacidad para hacer frente a sus obligaciones de pago. Sin embargo, con el objetivo de anticipar lo más posible la declaración, algunos procedimientos permiten realizarla cuando la insolvencia sea inminente, aunque no se haya producido todavía, como en el caso de la reforma alemana del 94, la Ley Concursal de 2003 española o la reforma concursal de la ley de sociedades del Reino Unido. Además, en el caso de Alemania también se permite la declaración cuando la empresa se encuentra en una situación de sobreendeudamiento<sup>38</sup>, aunque a su vez se exige que el activo de la empresa sea suficiente para cubrir los costes originados por el propio procedimiento.

En este sentido el caso más atípico, que nos permite enlazar con la cuestión de la potestad, es el de la *Receivership* del Reino Unido, en la que únicamente se requiere el incumplimiento de una deuda específica que estuviera garantizada. En este caso, es el acreedor de esa deuda el único que tiene capacidad para iniciar el procedimiento, sin necesidad siquiera de la aprobación por parte del tribunal. En el resto de los procedimientos, el deudor tiene el derecho, y en muchos casos la obligación, de realizar la declaración de insolvencia. En algunos países, como Alemania tras la reforma, Francia, la nueva normativa española o la reforma del Reino Unido, se permite la solicitud de inicio por parte de los acreedores, que si bien puede adelantar la declaración, también es posible que ocasione la entrada de empresas que, en principio, podrían continuar sus operaciones fuera de los mecanismos concursales de manera más eficiente. El hecho de que en muchos casos la liquidación de la empresa se produzca porque la entrada se realiza cuando la situación es irreversible ha originado que, en ocasiones, se haya permitido a otros agentes relacionados con la empresa solicitar la declaración, como es el caso de Francia en el que lo pueden realizar los propios empleados de la empresa o incluso el tribunal<sup>39</sup>. No obstante, esto no tiene por qué incrementar la eficiencia económica con respecto a la realizada por los directivos, con el inconveniente añadido de que

---

<sup>38</sup> Hay que señalar que este concepto provocaba importantes retrasos en la normativa anterior, por la dificultad que entrañaba para el tribunal la comprobación de esta situación, lo que propició una mayor definición en la reforma aprobada.

<sup>39</sup> En la normativa actual alemana también se permite la actuación de oficio del tribunal, si bien es cierto que es un recurso escasamente utilizado.

son estos últimos los que tienen acceso a una mejor información sobre la situación real de la empresa (Armstrong y Riddick, 2003).

Por último, en ocasiones se incluyen penalizaciones a los deudores que, de manera intencionada, retrasen la entrada en el procedimiento, estableciendo un plazo máximo para efectuar la declaración, como la antigua ley alemana, la nueva normativa española, el procedimiento francés o los mecanismos del Reino Unido. La ley concursal española de 2003 incluye además incentivos para que tanto el deudor como los acreedores realicen la solicitud con anticipación, aunque en todos los países se señala la dilación en la entrada como la causa fundamental de fracaso de los procedimientos de recuperación, al ser extremadamente difícil vencer las reticencias que los directivos, que al fin y al cabo son los que mejor informados están sobre la situación de la empresa, tienen para entrar en un procedimiento concursal.

No obstante, el momento de declaración no puede ser analizado teniendo en cuenta exclusivamente las disposiciones legales que regulan los mecanismos de entrada, puesto que ésta estará íntimamente relacionada con los derechos y obligaciones que cada una de las partes facultadas para iniciar el procedimiento van a tener a lo largo de todo su desarrollo, y que se analizan a continuación.

#### **2.5.2.- DERECHOS DE CONTROL**

La segunda etapa la hemos definido como la de los derechos de control, puesto que una vez que la empresa en dificultades financieras ha entrado en el procedimiento concursal, toma especial relevancia quién va a ejercer la autoridad. La decisión depende de a quién quiera proteger, en mayor medida, el legislador, lo que incidirá en la valoración que efectúen de la empresa tanto los acreedores como los directivos, y también en el grado de resistencia al inicio del procedimiento (Armstrong y Riddick, 2003).

En la mayor parte de los países, con la excepción del Reino Unido, el deudor se mantiene al frente de la gestión empresarial, aunque sus actuaciones son supervisadas por uno o varios administradores, que incluso pueden sustituir a los gerentes, aunque esta opción suele tener carácter excepcional en la mayoría de los procedimientos. No obstante, el control ejercido sobre el deudor puede ser por parte

de un administrador que actúe únicamente en nombre del tribunal, como en el caso de Francia, o una mezcla entre administradores judiciales y algún representante de los acreedores, como el caso de las dos legislaciones alemanas o la normativa española.

En el extremo opuesto se encuentra el Reino Unido, en el que el control de la empresa es siempre asumido por un administrador externo, aunque en la *Receivership* éste actúa únicamente en interés del acreedor que lo ha nombrado, mientras que en la Administración su responsabilidad es con todos los acreedores de la empresa.

Además de las disposiciones que regulan quién toma esa decisión en la etapa preliminar y a quién corresponde la gestión diaria, hay otra serie de medidas que, si bien no implican de manera explícita la designación de una de las partes como prioritaria, resultan fundamentales a la hora de establecer las facultades de administración para mantener la empresa en funcionamiento. Estas medidas consisten en las posibles restricciones o posibilidades que la ley impone a la actuación del administrador, entre las que destacan la suspensión de las ejecuciones de las deudas pendientes y la posibilidad de obtención de deuda con carácter prioritario.

Por lo que se refiere a la suspensión de las ejecuciones, supone evitar que los acreedores hagan efectivas sus garantías, con el perjuicio que esto puede generar para la continuidad de la empresa, ya que la venta de un activo que garantizaba una determinada deuda puede suponer deshacerse de un elemento productivo que implique la inmediata paralización de la actividad y evite cualquier tipo de solución que permita su supervivencia, por lo que la existencia de esta paralización puede mejorar el comportamiento de las empresas que consigan salir con éxito del procedimiento (Jayaraman *et al.*, 2001). La suspensión automática de las ejecuciones, que supone de hecho que la entrada en el procedimiento actúa como una protección frente a los acreedores, tanto ordinarios como garantizados, está contenida en la legislación francesa y en el procedimiento de Administración del Reino Unido. La nueva ley concursal española también incluye esta medida, pero con un límite de un año para los acreedores garantizados, mientras que la normativa vigente en

Alemania sólo lo establece durante tres meses. Las antiguas leyes española y alemana también incluían una suspensión pero, en estos dos casos, la paralización de las actuaciones no afectaba a los acreedores garantizados ni privilegiados, lo que en realidad implica que no existe de hecho esa suspensión. De nuevo nos encontramos con que la *Receivership* del Reino Unido establece las medidas más diferenciadas, al no imponer ningún tipo de suspensión para la deuda de cualquier tipo de acreedor.

Además, la administración efectiva de la empresa durante todo el proceso se va a ver condicionada por las disposiciones que pueden limitar su capacidad de actuación. Una medida que facilita la supervivencia de las empresas económicamente viables es la posibilidad que algunas legislaciones establecen de emitir deuda de prioridad superior a lo largo de la tramitación del proceso. Con ello, se pretende facilitar a la empresa la obtención de los fondos necesarios para mantener en funcionamiento la actividad el tiempo necesario para llegar a un acuerdo con sus acreedores y evitar su liquidación. Además, la posibilidad de acudir a este tipo de financiación aumenta las posibilidades de supervivencia, contribuye a la reducción de la asimetría de la información entre los acreedores y el deudor y puede reducir la duración y, por lo tanto, los costes del procedimiento (Elayan y Meyer, 2001; Dahiya, John, Puri y Ramirez, 2003; Carapeto, 2004; Chatterjee *et al.*, 2004). Así, tanto en la antigua y la nueva regulación española, la francesa, la actual ley alemana y el procedimiento de Administración del Reino Unido, se permite la obtención de fondos con carácter prioritario sobre la deuda existente, mientras que en la anterior ley alemana y en la *Receivership* del Reino Unido no son legales este tipo de emisiones, siendo incluso el síndico o el administrador responsable personalmente de este tipo de financiación.

Independientemente de quién ejerza el control sobre la empresa, la potestad de decidir si el procedimiento de reestructuración puede continuar o si la situación de la empresa fuerza la entrada en un proceso de liquidación puede condicionar la estructura de asignación de los derechos de control sobre la misma. Estos mecanismos deberían evitar el desarrollo de negociaciones ficticias en casos de crisis avanzada o prevenir liquidaciones prematuras en los sistemas con tendencia a la protección de los contratos *ex ante* (Van Hemmen, 1998), por lo que resulta fundamental distinguir a quién otorga la normativa ese poder de decisión. En el caso

de la legislación francesa, las normativas españolas y la regulación anterior en Alemania, es el tribunal, previo informe de los interventores o administradores concursales, el que decide la continuidad del procedimiento o el inicio de la liquidación de la empresa. En la ley vigente en Alemania esta decisión corresponde a la junta de acreedores, aunque la norma confiere al juzgado la potestad de anular esta decisión. En el caso del Reino Unido es el síndico, o el administrador en su caso, quien puede forzar la entrada en la liquidación y finalizar el proceso de reestructuración.

### 2.5.3.- PLAN DE REHABILITACIÓN

La tercera fase se centra en todo lo relativo al plan de rehabilitación. En primer lugar, hay que señalar que la *Receivership* del Reino Unido no incluye ningún tipo de negociación entre los acreedores y la empresa, por lo que, en este caso, no se puede hablar estrictamente de plan de reestructuración, aunque sí se incentiva la posibilidad de realizar la venta de la sociedad a lo largo del proceso, opción que también es permitida en el resto de las legislaciones, aunque con mayores restricciones para su aprobación.

Como punto de partida, resulta imprescindible referirse al derecho a presentar el plan de reestructuración, aspecto en el que nos encontramos con dos posibilidades distintas: por un lado, que la propuesta deba ser realizada por la administración concursal como parte independiente nombrada por el tribunal (como en el caso de la Administración del Reino Unido o el acuerdo judicial en Francia), o bien que la realice el deudor o los acreedores (como en España y Alemania). En España, tanto la ley de suspensión de pagos como la nueva ley concursal otorgan al deudor prioridad para presentar en plan de reestructuración, aunque también los acreedores pueden presentar modificaciones a esa propuesta original o sus propias alternativas. Sin embargo, en Alemania la norma anterior sólo confería esta facultad al deudor, mientras que en la reforma se permite también que el administrador concursal lo pueda realizar, previa petición de la junta de acreedores. La capacidad del deudor para presentar de manera preferente la proposición del plan, que va acompañada de su mantenimiento al frente de la empresa, proporciona fuertes incentivos para la



continuidad de la empresa en funcionamiento frente a su liquidación (Jayaraman *et al.*, 2001), aunque esta ventaja resulta menos evidente si la propuesta alternativa es realizada por un experto externo y no por los acreedores.

Con respecto al contenido del plan, en algunas legislaciones se establecen límites que protegen los intereses de los acreedores minoritarios, si bien pueden a su vez dificultar un acuerdo y limitan la capacidad de negociación de los acreedores y del deudor. La antigua ley alemana y la nueva ley concursal española introducen este tipo de limitaciones al contenido del convenio, mientras que el resto de los procedimientos estudiados no establecen, a priori, ningún porcentaje mínimo de pago o un plazo máximo de aplazamiento. Además, en España y Francia se suelen producir violaciones de la regla de prioridad absoluta en el pago de los créditos, bien a favor de acreedores privilegiados como el Estado o a favor de los accionistas, lo que perjudica a los acreedores que ven como deudas de inferior prioridad se ven satisfechas mientras que en sus créditos se produce una reducción.

A pesar del sesgo que este tipo de situaciones supone en favor de los accionistas frente a los acreedores en el desarrollo de la negociación, numerosos autores han defendido su utilidad como mejora de las decisiones *ex ante* de los gerentes de la empresa, tanto en lo que se refiere a la declaración en el momento más adecuado (Baird, 1991; Povel, 1999; Berkovitch e Israel, 1999) como a la reducción de problemas de subinversión en la empresa (White, 1989; Gertner y Scharfstein, 1991). Sin embargo, también este tipo de medidas puede originar la aparición de decisiones ineficientes por parte de los directivos de la empresa, especialmente relacionadas con realización de proyectos excesivamente arriesgados o el reparto de dividendos y la financiación de la empresa (Bebchuk, 2002).

Por último, en lo que se refiere a su aprobación, podemos destacar la normativa francesa que, lejos de dejar a las partes llegar a algún tipo de acuerdo, establece que es el tribunal el encargado de aprobar el plan, sustrayendo cualquier capacidad de decisión a los acreedores o al propio deudor. En el resto de los procedimientos se requiere una mayoría cualificada de acreedores para conseguir la aprobación, aunque hay que destacar que en la Administración del Reino Unido se exige también la aprobación de los accionistas, al igual que en la actual legislación

alemana, aunque en este caso únicamente para cambios en la estructura de la empresa. La ley de suspensión de pagos española confería al deudor el derecho de veto sobre el plan, ya que no era posible su aprobación sin su consentimiento, teniendo en cuenta que, al igual que la anterior ley alemana, los acreedores garantizados y privilegiados no se veían sujetos al acuerdo si no participaban en el proceso.

Con los argumentos expuestos hasta el momento, se puede comprobar cómo las legislaciones concursales presentan diferencias importantes en todos los países analizados. Así, en cada una de las fases del procedimiento se establecen distintas medidas que tratan de encontrar un equilibrio entre los diferentes objetivos que se tratan de lograr. Como se ha visto, para lograrlo se aplican dos vías alternativas: centrar la protección en los acreedores de la empresa o favorecer la posición del deudor, cada una de las cuáles presenta ventajas e inconvenientes.

No obstante, resulta paradójico que las propuestas de reforma realizadas desde el ámbito académico no se hayan visto plasmadas en las reformas que, en los últimos años, se han venido realizando en los diferentes países desarrollados. En la mayor parte de estas reformas (España, Alemania o Reino Unido) se ha optado por introducir mecanismos que, en mayor o menor medida, se aproximan a los preceptos del Capítulo 11 de Estados Unidos, potenciando la utilización de procedimientos de negociación estructurada. Esto no significa que sean más eficientes, sino que únicamente pone de manifiesto la poca predisposición que los distintos Estados muestran a introducir mecanismos de valoración de mercado en las situaciones de insolvencia. Cabe preguntarse si es debido a valoraciones económicas globales de cada procedimiento, o si realmente se trata de elegir un objetivo concreto, la supervivencia de la empresa, por encima de otras consideraciones de carácter más técnico.