

UNA APROXIMACIÓN TEÓRICA A LA SOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS DE INSOLVENCIA EMPRESARIAL

López Gutiérrez, C.
Torre Olmo, B.
Sanfilippo Azofra, S.
Universidad de Cantabria

RESUMEN

Las modificaciones que se están produciendo en los últimos años en las legislaciones sobre insolvencias en los países más desarrollados, y las diferencias que aún persisten entre ellas, ponen de manifiesto la ausencia de un modelo teórico de referencia sobre cuál es la estructura óptima que debe tener un sistema concursal. De esta forma, este trabajo trata tanto de analizar el esquema de funcionamiento de los actuales procedimientos como de sintetizar las principales propuestas teóricas realizadas, que si bien no han sido aplicadas en ninguna de las reformas legislativas realizadas, pueden aportar un nuevo horizonte sin explorar en materia de solución de los problemas de insolvencia empresarial. En este sentido, se trata de dar respuesta a la cuestión de si existe un sistema concursal óptimo aplicable universalmente, o éste puede venir condicionado por el entorno institucional que forma parte de su ámbito de aplicación.

PALABRAS CLAVE: Ley concursal, Entorno institucional, Procedimientos de reestructuración, Opciones.

ABSTRACT

The changes in bankruptcy laws of the most developed countries in the last years, and the differences that remains between them until now, show the absence of a theoretic procedure that allows researchers and practitioners to have an optimal bankruptcy procedure as a benchmark in their studies. In this paper we analyze the scheme of the main procedures in force and we try to summarize the main theoretic proposals which have not been used in the recent reforms but could show a new perspective on the topic of resolution of financial distress. In this way, we try to answer the question of if there is an optimal procedure useful around the world or if we can take into account the differences in the institutional environment.

KEYWORDS: Bankruptcy law, Institutional environment, Reorganization procedures, Options.

1. INTRODUCCIÓN

Las legislaciones que regulan los problemas de insolvencia son una parte esencial del funcionamiento de la financiación empresarial. No obstante, los procedimientos establecidos difieren significativamente entre los distintos países, no existiendo hasta el momento una propuesta que, ni siquiera desde el punto de vista teórico, haya logrado determinar cuál debe ser la estructura óptima de una regulación sobre insolvencias.

No obstante, 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 un lado, reforzar el cumplimiento de los contratos de deuda que tiene la empresa, hecho fundamental para un buen funcionamiento financiero. Por otro, 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 acreedores¹.

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 aquellas para las que no exista un uso alternativo de sus activos que tenga un mayor valor, como sucede, por ejemplo, con las que utilizan 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, en los que la legislación concursal trata de buscar un equilibrio.

En este trabajo 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. 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.

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 establecido². 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 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 resulte ganador. 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 adquisición³.

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, 2000), 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.

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, 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 pueden conducir a resultados ineficientes, tanto desde una perspectiva *ex post* como *ex ante* (Bebchuk, 2000):

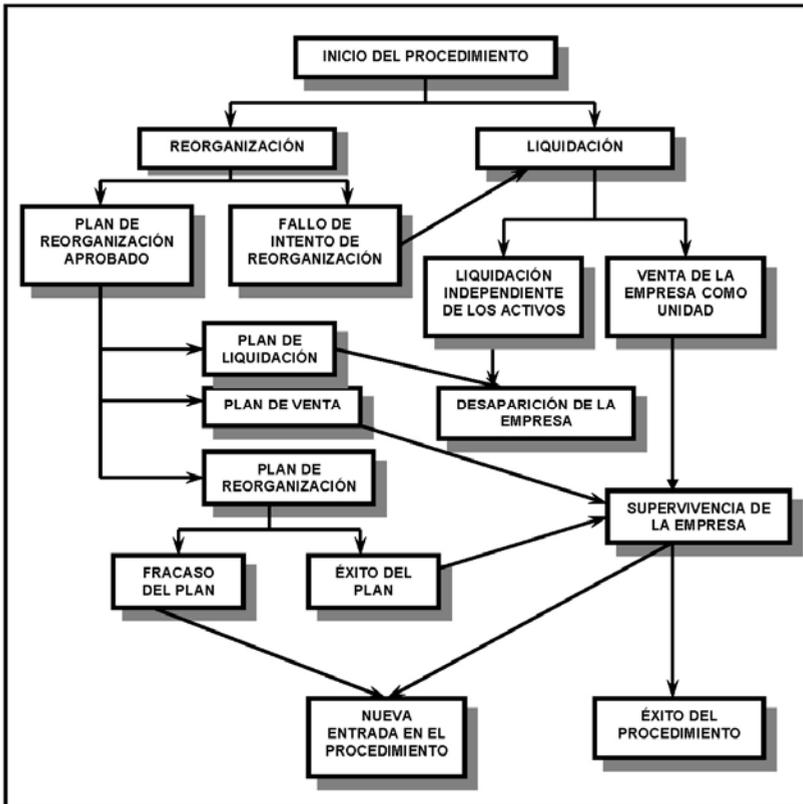
En primer lugar, porque a lo largo de todo el proceso se produce una pérdida de valor, como consecuencia de los costes, directos e indirectos, que aparecen en su aplicación. Además, existen potenciales ineficiencias de la estructura resultante de la negociación, puesto que este tipo de mecanismos está 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 supervivencia⁴.

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 1 (Couwenberg, 2001):

Gráfico 1. 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.

3. MODELOS TEÓRICOS DE RESOLUCIÓN DE LA INSOLVENCIA

Los problemas que presentan los dos modelos concursales existentes, y 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 insolvencia⁵, y cuyo estudio procedemos a desarrollar a continuación.

3.1. 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 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.

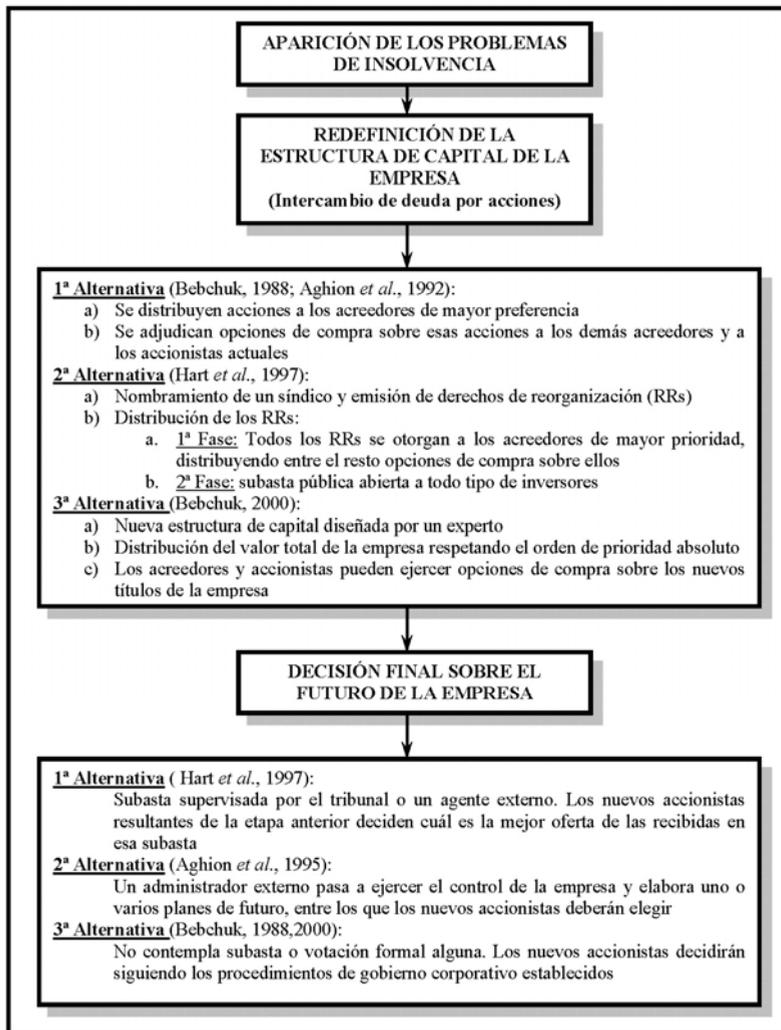
Este sencillo mecanismo de subastas presenta dos ventajas sobre los procedimientos existentes: por un lado, separa los objetivos de valoración y de división y reparto entre los distintos partícipes. Por otro, evita la destrucción de valor que se produce por los conflictos entre los acreedores y accionistas 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.

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. Para ello, presentamos 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, a cuyo desarrollo pormenorizado dedicamos las siguientes páginas.

Gráfico 2. Procedimientos concursales apoyados en mecanismos de mercado



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 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 $(D_1 + D_2)/100=3$ €⁶.

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 emite cien derechos de reorganización (RRs⁷), 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 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, 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 conveniente⁸.

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 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 la 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.

3.2. Legislación concursal óptima y tipo de sistema financiero

Con todo lo analizado hasta el momento, cabe preguntarse si existe un procedimiento concursal óptimo y, más aún, si este procedimiento sería el mismo para todos los países, o si puede venir condicionado por la estructura de la información en la economía, como factor fundamental en la relación entre los acreedores y el deudor (Berkovitch e Israel, 1999). 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.

Así, Berkovitch e Israel (1999) tratan de encontrar un modelo de legislación concursal óptimo, teniendo en cuenta los distintos tipos de sistema financiero existentes:

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.

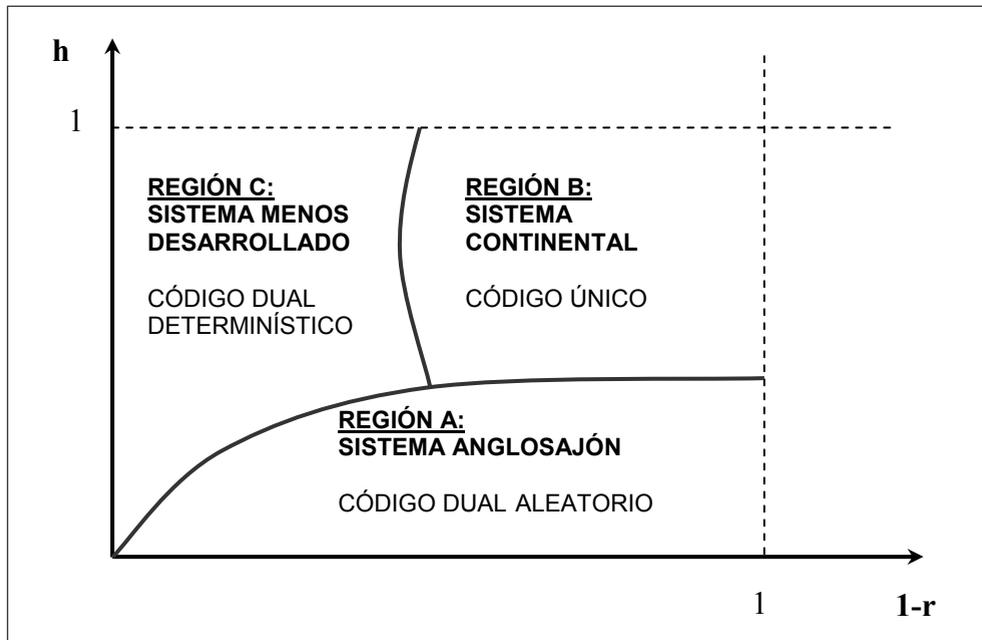
En el caso de países con sistemas financieros anglosajones, caracterizados por un menor grado de información por parte de los acreedores, proponen un sistema denominado “código dual aleatorio”⁹, que consiste en un procedimiento protector del deudor y otro del acreedor, que se aplicarían de la siguiente 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”¹⁰, 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”¹¹, 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 gráfico 3. 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.

Gráfico 3. Estructura de la información y legislación concursal óptima



Fuente: Berkovitz e Israel (1999)

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.

4. CONCLUSIONES

Con este trabajo se ha pretendido presentar una visión general de los problemas que plantea la regulación de los problemas de insolvencia empresarial, puestos de manifiesto tanto por la recientes reformas que se vienen produciendo como por la ausencia de un modelo de referencia óptimo desde un punto de vista global. En este contexto se ha considerado necesario realizar un enfoque integrador de las diferentes propuestas teóricas desde una doble perspectiva: por una lado, el del esquema general que siguen los distintos sistemas concursales

vigentes, independientemente de cuál de las vías, liquidación o reestructuración, constituya el eje central del sistema, y por otro, las propuestas teóricas que, a lo largo de la última década, han ido propugnado la introducción de mecanismos de mercado en la solución de la insolvencia empresarial.

Además, se ha analizado 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.

NOTAS

¹ Cabe destacar la ola de reformas que en los últimos años se ha producido en la mayor parte de los países en materia concursal, en la que se enmarca la aprobación de la nueva ley concursal española, vigente desde septiembre de 2004.

² 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.

³ 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).

⁴ Esta polémica se produjo principalmente en Baird y Jackson (1984), Jackson (1982, 1985), Baird (1987) y Warren (1987).

⁵ 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 *et al.* (2001); White (2001); Hotchkiss y Mooradian (2003).

⁶ 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.

⁷ *Reorganization Rights*.

⁸ 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).

⁹ *Randomized Dual Chapter Code*.

¹¹ *Single Chapter Code*.

¹² *Deterministic Dual Chapter Code*.

BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P.; HART, O. Y MOORE, J. (1992): "The economics of bankruptcy reform", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8, Nº 3, pp. 523-546.
- AGHION, P.; HART, O. Y MOORE, J. (1995): "Insolvency reform in the UK: a revised proposal", *Insolvency and Law Practice*, Nº 11, pp. 67-74.
- ALDERSON, M. Y BETKER, B. (1999): "Assessing post-bankruptcy performance: an analysis of reorganized firms cash flows", *Financial Management*, Vol. 28, Nº 2, pp. 68-82.
- ATIYAS, I. (1995): "Bankruptcy policy", en FRISCHTAK, C.: Regulatory policies and reform: a comparative perspective, World Bank Working Paper.
- BAIRD, D. (1986): "The uneasy case for corporate reorganizations", *Journal of Legal Studies*, Nº 15, pp. 127-147.
- BAIRD, D. (1987): "Loss distribution, forum shopping and bankruptcy: a reply to Warren", *University of Chicago Law Review*, Nº 54, pp. 815-834.
- BAIRD, D. Y JACKSON, T. (1984): "Bargaining after the fall and the contours of the absolute priority rule", *University of Chicago Law Review*, Nº 55, pp. 738-789.
- BEBCHUK, L. (1988): "A new approach to corporate reorganizations", *Harvard Law Review*, Vol. 101, pp. 775-804.
- BEBCHUK, L. (2000): "Using options to divide value in corporate bankruptcy", *European Economic Review*, Nº 44, pp. 829-843.
- BERKOVITCH, E. E ISRAEL, R. (1999): "Optimal Bankruptcy laws across different Economic systems", *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, Nº 2, pp. 347-377.
- BERKOVITCH, E.; ISRAEL, R. Y ZENDER, J. (1998): "The design of bankruptcy law: a case for management bias in bankruptcy reorganizations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, Nº 4, pp. 441-464.
- BHATTACHARYYA, S. Y SINGH, R. (1999): "The resolution of bankruptcy by auction: allocating the residual right of design", *Journal of Financial Economics*, Nº 54, pp. 269-294.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y MODY, A. (2001): Resolution of financial distress. An international perspective on the design of bankruptcy laws, World Bank Institute Development Studies, Washington.
- COUWENBERG, O. (2001): "Survival rates in bankruptcy systems: overlooking the evidence", *European Journal of Law and Economics*, Nº 12, pp. 253-273.
- EASTERBROOK, F. (1990): "Is corporate bankruptcy efficient", *Journal of Financial Economics*, Nº 27, pp. 411-417.
- EISENBERG, T. Y TAGASHIRA, S. (1994): "Should we abolish Chapter 11? The evidence from Japan", *Journal of Legal Studies*, Nº 23, pp. 111-157.
- HANSEN, R. Y THOMAS, R. (1998): "Auctions in bankruptcy: theoretical analysis and practical guidance", *International Review of Law and Economics*, Nº 18, pp. 159-185.
- HART, O. (2000): "Different approaches to bankruptcy", *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper*, Nº 1903.
- HART, O.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. Y MOORE, J. (1997): "A new bankruptcy procedure that uses multiple auctions", *European Economic Review*, Nº 41, pp. 461-473.
- HOTCHKISS, E. (1995): "Post bankruptcy performance and management turnover", *Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 1, pp. 3-22.
- HOTCHKISS, E. Y MOORADIAN, R. (2003): "Auctions in bankruptcy", *Journal of Corporate Finance*, Nº 9, pp. 555-574.
- JACKSON, T. (1982): "Bankruptcy, nonbankruptcy entitlements and the creditors' bargain", *The Yale Law Journal*, Nº 91, pp.857-907.
- JACKSON, T. (1985): "Translating assets and liabilities to the bankruptcy forum", *Journal of Legal studies*, Nº 14, pp. 73-114.
- JENSEN, M. (1991): "Corporate control and the politics of finance", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 4, Nº 2, pp. 13-33.
- JOHN, K. (1993): "Managing financial distress and valuing distressed securities: a survey and research agenda", *Financial Management*, Vol. 22, Nº 3, pp. 60-78.
- LOPUCKI, L. Y WHITFORD, W. (1993): "Corporate governance in the bankruptcy reorganization of large, publicly-held companies", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 141, Nº 3, 669-800.

- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1992): "Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach", *Journal of Finance*, Vol. 47, Nº 4, pp. 1343-1366.
- STRÖMBERG, P. (2000): "Conflicts of interest and market illiquidity in bankrupt auctions: theory and test", *Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 6, pp. 2641-2692.
- SUNDGREN, S. (1998): "Does a reorganization law improve the efficiency of insolvency law? The Finnish experience", *European Journal of Law and Economics*, Nº 6, pp. 177-198.
- THORBURN, K. (2000): "Bankruptcy auctions: cost, debt recovery, and firm survival", *Journal of Financial Economics*, Nº 58, pp. 337-368.
- WARREN, E. (1987): "Bankruptcy policy", *University of Chicago Law Review*, Nº 54, pp. 775-814.
- WHITE, M.J. (2001): "Bankruptcy procedures in countries undergoing financial crises", en CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y MODY, A.: *Resolution of financial distress. An international perspective on the design of bankruptcy laws*, World Bank Institute Development Studies, Washington.

La Revista *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* recibió este artículo el 14 de junio de 2007 y fue aceptado para su publicación el 3 de marzo de 2008.