



Universidad  
Politécnica  
de Cartagena

## TESIS DOCTORAL

# LA INEFICIENCIA DEL CONCURSO DE ACREEDORES ESPAÑOL: ANÁLISIS DE LAS CAUSAS Y MODELO EXPLICATIVO

Programa de Doctorado en Ciencias Económicas, Empresariales y Jurídicas

**Presentada por:**

D. José Horacio García Marí

**Dirigida por:**

Dr. D. Javier Sánchez Vidal

Dra. Dña. Eva Tomaseti Solano

**Cartagena, 2018**



“(…)

Hizo una pausa y prosiguió:

—Éste es, *mon ami*, uno de los aspectos de la cuestión. Veamos el otro. Prescindiremos de todas las consideraciones que intente forjarse nuestro cerebro y nos dirigiremos al caso desde el ángulo opuesto (…)”.

Hércules Poirot

(*Un triste ciprés*, Agatha Christie)

*Sedit qui timuit ne non succederet* "Quien teme fallar, no conseguirá nada". Quinto Horacio Flaco (20 a.c.), *Epistolarum liber primus*, Epístola 17 *Ad Escaevam*.

Es necesario en investigación ser capaz de escapar a los convencionalismos establecidos y negar las ideas preconcebidas. Se ha de actuar como un impúber inquieto y curioso. Hay que asomarse a la pregunta, sin intuir la respuesta, impulsado por el deseo de saber qué se esconde tras ella y evitando confirmar los prejuicios. Nuestras mentes son esclavas de su propia experiencia y de los sentidos, por ello el compromiso con la verdad ha de ser infatigable y sincero. Hambrientos de conocimiento, ingenuos ante el mundo, curiosos como un niño y siendo críticos podremos conocer, entender y descubrir la verdad que subyace mas allá de lo aparente y las respuestas serán reveladas por la razón. "Lo esencial es invisible a los ojos" (El Principito, Antoine de Saint-Exupéry, 1943).

Isaac Newton (1643-1727), en una carta a Robert Hooke (1635-1703) con fecha 15 de febrero de 1676 en la que hacía mención a sus predecesores, daba muestras de humildad y gratitud al confesarle: "Si he visto más lejos es porque estoy sentado sobre los hombros de gigantes". Recordando este hecho he querido **homenajear y dar las gracias** a mis directores de tesis **Javier Sánchez Vidal** y **Eva Tomaseti Solano** porque sin ellos, sin su experiencia como investigadores, sin su sabia dirección, sin su implicación mas allá de lo requerido y sin sus ideas y aportaciones no podría haberse llevado a término la presente tesis doctoral, o al menos, de forma tan brillante y en el tiempo que nos marcamos. He caminado sobre sus hombros y por ello he llegado más lejos.

En el camino recorrido hay muchas personas con las que se interactúa y que realizan acciones indirectas y aparentemente irrelevantes para un objetivo como el que nos trae pero que resultan cruciales, pues configuran las circunstancias de la persona y por consiguiente son responsables, en cierta medida, del resultado, como ya nos indicó Ortega y Gasset en su célebre: "Yo soy yo y mi circunstancia". Pues en ese camino quiero dar las gracias a amigos, compañeros, colegas y alumnos. Quiero agradecer su apoyo a Noelia Sánchez Casado, con quien compartí los inicios y esfuerzos con los jóvenes

investigadores, a Antonia Madrid Guijarro por sus ideas, ayuda y ánimo, a María García Soto, con la que comparto profesión de economista, que siempre me ha apoyado incondicionalmente, a Javier Pérez Bódalo y su padre José Eduardo Pérez Madrid, que en paz descanse, por su lealtad, apoyo, ánimo y su brindis, a María del Pilar García González que siempre me ha mostrado gratitud y aprovechamiento de mi docencia, eficiencia en el trabajo compartido y actitud inquieta para la investigación y a Laura Martínez Martínez que ha estado al quite y resuelta facilitándome el tiempo y el espacio que he necesitado en estas últimas semanas.

Para finalizar, quiero dedicar el esfuerzo y la satisfacción que este trabajo me han proporcionado, en general, a todos mis amigos y familiares y a las buenas personas, en particular, a mi madre, Carmen Marí Calonge, que en paz descanse, que no pudo ver concluida esta etapa y que de seguro la hubiese llenado de alegría y a mis hijas, Elena y Marta, con el deseo de que cuando sean adultas estén orgullosas de mí y elijan el camino de los nobles principios, de lo correcto, de la honestidad y del respeto a sí mismas y al resto de seres humanos.

## **RESUMEN**

La presente tesis doctoral pertenece al programa de doctorado interuniversitario en Ciencias Económicas, Empresariales y Jurídicas (3420) de la Escuela Internacional de Doctorado de la Universidad Politécnica de Cartagena RD 99/2001, de 28 de enero, por el que se regulan las enseñanzas oficiales de doctorado y se presenta con el objetivo de obtener el título oficial de Doctor.

La motivación principal de este estudio deriva de la necesidad de comprender un fenómeno, el concurso de acreedores en España, que resulta de gran importancia para la economía y el bienestar de los ciudadanos.

En el presente se estudia la ineficiencia del concurso de acreedores en España mostrándose evidencias empíricas de sus causas y se propone un modelo que la explica para que los agentes económicos puedan actuar de forma consecuente y con criterios científicos. La tesis se estructura en tres capítulos fundamentales.

En el capítulo 1 se contextualiza el estudio abordando la situación económica, el fracaso empresarial y el concurso de acreedores en España como particularidad del fracaso empresarial puesto que se trata de la solución legal a éste. Y se muestra la evidencia de la ineficiencia del concurso de acreedores por su obviedad como se desprende de la literatura científica consultada, la exposición de motivos de la ley concursal y sus múltiples reformas y la estadística descriptiva del INE, los anuarios concursales del Colegio de Registradores y la evidencia que se desprende de la muestra que se utiliza en el capítulo 3.

En el capítulo 2 se muestra un análisis descriptivo del concurso de acreedores en España a nivel geográfico y se realiza un estudio empírico utilizando el Análisis Exploratorio de Datos Espaciales para contrastar si, además, existe un efecto contagio entre las diferentes provincias españolas durante el periodo 2005 a 2013. La variable objeto de estudio es el número de concursos de acreedores existentes en cada periodo, para cada provincia, a nivel global y para dos importantes sectores económicos, el industrial y el de la construcción.

Se han realizado dos tipos de análisis. El primero, exploratorio, donde se refleja la distribución del fenómeno, a nivel provincial, a través de los mapas de cuartiles y los histogramas de frecuencias. El segundo trata de contrastar la hipótesis del contagio entre las provincias, tanto espacial como espacio-temporal, a través del I de Moran.

Los análisis han arrojado evidencias sobre el comportamiento del fenómeno tanto en el aspecto descriptivo como del estudio del contagio dejando las puertas abiertas a nuevas líneas de investigación derivadas de las conclusiones del presente estudio. Los dos resultados más destacados son, por un lado, la existencia para todo el periodo observado de una clara diagonal noroeste-sureste que divide el territorio en dos, con una mayor concentración de concursos en la parte superior de dicha diagonal y, por otro lado, la evidencia de existencia de efecto contagio a nivel global entre provincias vecinas (o autocorrelación espacial positiva) con una significatividad a veces superior al 99%. Este efecto contagio se da sobre todo en el sector de la industria, y no se existe, sin embargo, para el sector de la construcción.

En el capítulo 3 se aborda la eficiencia del concurso de acreedores, analizando el efecto de los costes de agencia que hay en él a través de un segundo estudio empírico donde, además de analizar el papel de los principales ratios financieros para discriminar entre aquellas empresas que fueron a convenio, y por lo tanto, utilizaron el procedimiento concursal eficientemente, de aquellas que fueron a liquidación, se contrastan las hipótesis de investigación propuestas así como un modelo que trata de explicar dicha ineficiencia.

Así, también en este capítulo se realizan dos análisis. Por un lado, el análisis de diferencia de medias entre empresas que, tras declarar el concurso, finalizan en convenio, frente a las que acabaron en liquidación respecto a sus principales ratios financieros, así como en el papel que diferentes actores asociados a los costes de agencia tuvieron en los mismos, esto es, que el administrador concursal perteneciera o no a una empresa Big4, su retribución, así como la eficiencia judicial.

Por otro lado, estas variables son analizadas mediante un análisis *Logit* en un intento de establecer un modelo que trate de explicar la ineficiencia del

procedimiento concursal en España, encontrando evidencias significativas de que éstas afectan a la resolución del mismo.

Se plantean cuatro hipótesis:

**H<sub>1</sub>:** *Las empresas que finalizan el procedimiento concursal en convenio presentan mejores valores en el momento de inicio del concurso para los ratios de liquidez, solvencia, rentabilidad y rotación, frente a las que finalizaron en liquidación.*

**H<sub>2</sub>:** *Un procedimiento concursal gestionado por una Big4 incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

**H<sub>3</sub>:** *Una mayor retribución incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

**H<sub>4</sub>:** *Una mayor eficiencia judicial incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

Los principales resultados obtenidos en este estudio son que hay diferencias entre el grupo de empresas que concluye el concurso de acreedores en convenio y el de las que concluyen en liquidación en la liquidez, solvencia, rentabilidad, rotación y tamaño, aunque no se dan diferencias significativas en la edad. Respecto a las tablas de contingencia se obtienen diferencias entre ambos grupos si el administrador pertenece a las Big4 o no y si el administrador está retribuido por encima de la media o por debajo.

Con respecto al cumplimiento de las hipótesis anunciadas se concluye que se cumple la hipótesis primera de que la situación previa del deudor concursado, en relación con su posición de liquidez, solvencia y tamaño, son determinantes en el resultado del concurso. La hipótesis de los costes de agencia entre la administración concursal y los acreedores se cumple parcialmente, puesto que se corrobora la segunda hipótesis de la pertenencia a las Big4 y la tercera hipótesis sólo se cumple en el análisis univariante y no es significativa en el modelo, lo que puede significar que la retribución se ve influenciada por otras variables, como el tamaño, pero que pierde su significatividad cuando se contrasta su influencia conjuntamente con el resto de variables. Respecto a la

cuarta hipótesis, la eficiencia del juzgado, los análisis confirman que unos juzgados son más eficientes que otros, si bien no ha sido suficiente para aceptarla de forma generalizada.

Las principales conclusiones son que la ineficiencia del concurso de acreedores es un hecho constatado y que las causas de ésta son la situación de liquidez, solvencia, rentabilidad y tamaño del deudor concursado, resultados en consonancia con los datos en estudios preexistentes de fracaso empresarial. Se concluye que hay efecto de los costes de agencia entre el administrador concursal y los acreedores, por las diferencias en la influencia de determinadas variables, entre el grupo de empresas que acaba en convenio y las que concluyen en liquidación.

Finalmente, se obtuvieron varios modelos donde se pone de manifiesto, en todos ellos, que la ineficiencia del procedimiento concursal viene explicada por el tamaño y la estructura del activo y del pasivo de la empresa concursada y las ventas, siendo lo que favorece una resolución exitosa del proceso concursal el tener mayor tamaño, una adecuada estructura del activo corriente con respecto al total activo y pasivo y una mayor relación de las ventas respecto al activo total. Sólo han resultado explicativas en el sentido de favorecer la buena resolución del concurso, primero, que el administrador concursal pertenezca a una organización grande, segundo, que el resultado se puede ver afectado por el juzgado concreto que lo lleva, lo que va relacionado con la eficiencia del juzgado, aunque los resultados no han sido concluyentes para todos los casos debido al efecto ineficiente generalizado que de los mismos hace el colapso judicial existente desde 2009 y, tercero, el año de declaración del concurso de acreedores sólo resultó significativo para 2008, cuya situación concursal se originó en un periodo no recesivo, y no significativo para el resto de años (2009-2015), cuyos concursos se originaron en una periodo de recesión económica y en los que probablemente se produjo un colapso de los juzgados.

## **ABSTRACT**

The present doctoral thesis belongs to the interuniversity Phd Economic program in Business and Legal Sciences (3420) of the Escuela Internacional de Doctorado (International Doctoral School) of the Universidad Politécnica de Cartagena (Technical University of Cartagena) RD 99/2001, of January 28, by which the official PhD programs are regulated and is presented with the aim of obtaining the Doctor official title (PhD).

The main motivation of this study derives from the need to understand a phenomenon, the bankruptcy of creditors in Spain, which is of great importance for the economy and the welfare of citizens.

In the present, the inefficiency of the bankruptcy in Spain is studied, showing empirical evidence of the causes and proposing a model that explains it so that economic agents can act consistently and with scientific criteria. The thesis is structured in three fundamental chapters.

In chapter 1, the analysis is contextualized by addressing the economic situation, the failure of businesses and the bankruptcy declaration in Spain as a particular feature of business failure since it is the legal solution to it. This work shows the evidence of the obvious inefficiency of the bankruptcy legal procedure in Spain as shown by the scientific literature consulted, the explanatory statement of intentions of the bankruptcy law and its multiple reforms, the descriptive statistics of the INE (Spanish National Institute of Statistics), the insolvency records of the Colegio de Registradores (Registers College) and the evidence of this thesis itself.

Chapter 2 shows a descriptive analysis of the bankruptcy declarations in Spain at a geographical level and an empirical study is carried out using Exploratory Spatial Data Analysis to check if, in addition, there is a contagion effect between the different Spanish provinces during the period 2005 to 2013. The variable under study is the number of bankruptcy declarations in each period, for each province, globally and for two important economic sectors, the industrial sector and the construction sector. Two types of analysis have been carried out. The first, exploratory, which reflects the distribution of the

phenomenon at the provincial level, through the quartile maps and frequency histograms. The second analysis tries to contrast the hypothesis of contagion between the provinces, both spatial and space-time, through the I of Moran.

The analyses have shown interesting evidence about the phenomenon in both the descriptive aspect and in the study of contagion, leaving the doors open to new lines of research derived from the conclusions of the present study. The two most outstanding results are, on the one hand, the existence, for the whole observed period, of a clear northwest-southeast diagonal that divides the territory into two, with a greater concentration of bankruptcy declarations at the top of that diagonal. On the other hand, the evidence of the existence of a contagion effect at a global level between neighbouring provinces (or positive spatial autocorrelation) with a significance sometimes higher than 99%. This contagion effect occurs mainly in the industry sector, but it does not exist for the construction sector though.

Chapter 3 deals with the efficiency of the bankruptcy procedure, through the analysis of the influence of agency costs in a second empirical study where the role of the main financial ratios is analysed in order to discriminate between those companies that finish their insolvency with a creditors' agreement, and therefore the bankruptcy procedure has finished efficiently, from those that went liquidated. In addition, some proposed research hypotheses are tested and a model that tries to explain the said inefficiency is carried out.

Thus, in this chapter two analysis are carried out. On one hand, the analysis of the difference in means for the companies' main financial ratios between the group of firms that, after entering the bankruptcy process, end up with a creditors' agreement, compared to those that ended up in liquidation, as well as in the role that different agency costs associated with the diverse economic agents had in them, that is, the bankruptcy administrator belonged or not to a Big4 company, their retribution, as well as judicial efficiency.

On the other hand, these variables are analysed through a *Logit* analysis in an attempt to establish a model that tries to explain the inefficiency of the bankruptcy procedure in Spain, finding significant evidence that these variables influence on the different resolution of the process.

Four hypotheses are proposed:

**H1:** *Companies that conclude the bankruptcy procedure have better values for the liquidity, solvency, profitability and rotation ratios when bankruptcy started, compared to those that ended up in liquidation.*

**H2:** *A bankruptcy procedure managed by a bankruptcy administrator that belongs to the Big4 will increase the likelihood that the process will end up in a creditors' agreement and not in liquidation.*

**H3:** *Higher retribution will increase the likelihood that the process will end in a creditors' agreement and not in liquidation.*

**H4:** *Greater judicial efficiency will increase the likelihood that the process will end in a creditors' agreement and not in liquidation.*

The main results obtained in this study are that there are differences of means between the group of companies that conclude with a creditors' agreement and the group of firms that conclude in liquidation with respect to their liquidity, solvency, profitability, rotation ratios and size, although there is not a significant difference in age. Regarding the contingency tables, there are differences between the two groups depending whether the manager belongs to the Big4 or not and if the bankruptcy administrator is paid above or below the average.

With respect to the results of the hypotheses, the first hypothesis is fulfilled, that is, the previous situation of the insolvent debtor, in relation to its position of liquidity, solvency and size, are decisive in the outcome of the bankruptcy procedure. The hypothesis that deals with the existence of agency costs between the bankruptcy administrator and the creditors is partially fulfilled, since the second hypothesis of belonging to the Big4s is corroborated but the third hypothesis is only fulfilled in the univariate analysis and not in the multivariate model, which may mean that retribution is determinant accompanied or influenced by other variables, such as size, but never by itself. Regarding the fourth hypothesis, some of the used proxies about judicial efficiency certify the existence of differences between the different courts and some other proxies do not.

The main conclusions are that the inefficiency of bankruptcy is a stylised fact and that the causes of it are the situation of liquidity, solvency, profitability and size of the insolvent debtor. These results are in line with those given in pre-existing studies of business failure. The existence of agency costs between the bankruptcy administrator and the creditors is verified given the differences between the group of companies that end up with a creditors' agreement and those that finish liquidated.

Finally, several models were tested by running *logit* regressions, which show, in all of them, that the inefficiency of the bankruptcy proceeding is explained by the size and structure of the assets and liabilities of the insolvent company and the sales. The better resolution of the bankruptcy process is positively influenced by having a greater size, an adequate structure of the current assets with respect to total assets and liabilities, and a higher rotation. From the rest of the variables, the only ones showing significance have been the fact that the bankruptcy administrator belongs to the Big4 (in a positive way), and several proxies for the judicial efficiency, although the results have not been conclusive for all cases due to the probable widespread collapse existing since 2009 and the fact that the year of the bankruptcy declaration was before the economic recession.

# ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	1
<b>CAPÍTULO 1: EL FRACASO EMPRESARIAL Y EL CONCURSO DE ACREEDORES EN ESPAÑA .....</b>	<b>4</b>
1.1. LA SITUACIÓN ECONÓMICA ESPAÑOLA .....	5
1.2. EL FRACASO EMPRESARIAL .....	8
1.3. EL CONCURSO DE ACREEDORES .....	10
<b>CAPÍTULO 2: FRACASO EMPRESARIAL Y EFECTO CONTAGIO: UN ANÁLISIS ESPACIAL PARA ESPAÑA .....</b>	<b>21</b>
2.1. EL CONTAGIO FINANCIERO .....	22
2.2. METODOLOGÍA, MUESTRA Y VARIABLES .....	25
2.2.1. Metodología AEDE.....	25
2.2.1.1 <i>Análisis Exploratorio</i> .....	26
2.2.1.2 <i>Análisis de Dependencia o Autocorrelación Espacial</i> .....	26
2.2.1.3 <i>Análisis de la Correlación Espacio-Temporal</i> .....	29
2.2.2. Muestra. ....	30
2.2.3. Variable Objeto de Estudio.....	31
2.3. RESULTADOS .....	32
2.3.1. Resultados del Análisis Exploratorio. ....	32

2.3.2. Resultados del Análisis de Dependencia: Autocorrelación Espacial y Espacio-Temporal.....	39
2.3.3. Autocorrelación Espacio-Temporal .....	41
<b>CAPÍTULO 3: MODELIZACIÓN DE LA INEFICIENCIA DEL PROCEDIMIENTO CONCURSAL A TRAVÉS DE LOS COSTES DE AGENCIA .....</b>	<b>43</b>
3.1. INEFICIENCIA DEL PROCEDIMIENTO CONCURSAL .....	44
3.2. COSTES DE AGENCIA Y EFICIENCIA DE LOS JUZGADOS .....	51
3.3. VARIABLES, MUESTRA Y METODOLOGÍA .....	64
3.3.1. Variables .....	64
3.3.2. Muestra .....	66
3.3.3. Metodología.....	67
3.3.4. Resultados y Discusión .....	68
<b>CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>87</b>
CONCLUSIONES .....	88
LIMITACIONES .....	93
FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN .....	95
<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>96</b>

# INTRODUCCIÓN

La presente tesis doctoral pertenece al programa de doctorado interuniversitario en Ciencias Económicas, Empresariales y Jurídicas (3420) de la Escuela Internacional de Doctorado de la Universidad Politécnica de Cartagena Real Decreto 99/2001, de 28 de enero, por el que se regulan las enseñanzas oficiales de doctorado y se presenta con el objetivo de obtener el título oficial de Doctor.

La motivación principal de este estudio deriva de la necesidad de comprender un fenómeno, el concurso de acreedores en España, que resulta de gran importancia para la economía y el bienestar de los ciudadanos. Con ello se pretende conocer las causas de la ineficiencia de éste para que los agentes económicos puedan actuar de forma consecuente y con criterios científicos. La presente tesis mostrará evidencias empíricas de las citadas ineficiencias, sus causas y propondrá un modelo que la explique y se estructura en tres capítulos fundamentales.

En el capítulo 1 se contextualiza el estudio abordando la situación económica, el fracaso empresarial y el concurso de acreedores en España como particularidad del fracaso empresarial puesto que se trata de la solución legal a éste.

En el capítulo 2 se muestra un análisis descriptivo del concurso de acreedores en España a nivel geográfico y se realiza un estudio empírico utilizando el Análisis Exploratorio de Datos Espaciales para contrastar si, además, existe un efecto contagio entre las diferentes provincias españolas durante el periodo 2005 a 2013. La variable objeto de estudio es el número de concursos de acreedores existentes en cada periodo, para cada provincia, a nivel global y para dos importantes sectores económicos, el industrial y el de la construcción. Se han realizado dos tipos de análisis. El primero, exploratorio, donde se refleja la distribución del fenómeno, a nivel provincial, a través de los mapas de cuartiles y los histogramas de frecuencias. El segundo trata de contrastar la hipótesis del contagio entre las provincias, tanto espacial como espacio-temporal, a través del I de Moran.

Los análisis han arrojado evidencias sobre el comportamiento del fenómeno tanto en el aspecto descriptivo como del estudio del contagio dejando las puertas abiertas a nuevas líneas de investigación derivadas de las conclusiones del presente estudio. El resultado más destacado a nivel global es la existencia, para todo el periodo observado, de una clara diagonal noroeste-sureste que divide el territorio en dos, con una mayor concentración de concursos en la parte superior de dicha diagonal.

En el capítulo 3 se aborda la eficiencia del concurso de acreedores a través del efecto de los costes de agencia que hay en él con un segundo estudio empírico donde, además de analizar el papel de los principales ratios financieros para discriminar entre aquellas empresas que fueron a convenio, y por lo tanto utilizaron el procedimiento concursal eficientemente, de aquellas que fueron a liquidación, se contrastan las hipótesis de investigación propuestas así como un modelo que trata de explicar dicha ineficiencia.

También en este capítulo se realizan dos análisis. Por un lado, el análisis de la diferencia entre empresas que tras declarar el concurso finalizan en convenio frente a las que acabaron en liquidación, respecto a sus principales ratios financieros, así como en el papel que determinados costes de agencia asociados a diferentes actores tuvieron en los mismos, esto es, que el administrador concursal perteneciera o no a una empresa Big4, su retribución, así como la eficiencia judicial. Por otro lado, estas variables son analizadas mediante un análisis *Logit* en un intento de establecer un modelo que trate de explicar la ineficiencia del procedimiento concursal en España, encontrando evidencias significativas de que éstas afectan a la resolución del mismo.

La tesis finaliza con la exposición de las principales conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación.

**CAPÍTULO 1:**

**EL FRACASO EMPRESARIAL Y EL**

**CONCURSO DE ACREEDORES EN**

**ESPAÑA**

El presente capítulo trata la situación económica y el fracaso empresarial como génesis del problema a estudiar y el concurso de acreedores español, además de su marco normativo. Esto ayudará a entender el contexto en el que este fenómeno se ha visto inmerso en los últimos años, así como una primera aproximación a los resultados conseguidos con el desarrollo de los procedimientos concursales.

Así, en primer lugar, se hace una introducción a la situación económica española reciente con especial atención sobre la crisis económica en la que se ha visto inmersa en los últimos años. A continuación, se define el fracaso empresarial asociado a la ocurrencia del proceso concursal. Por último, y atendiendo al objetivo principal de este trabajo, se expone el desarrollo normativo del concurso de acreedores y su procedimiento.

## **1.1 LA SITUACIÓN ECONÓMICA ESPAÑOLA**

---

La época expansiva de la economía española viene marcada por un fuerte incremento del empleo que se generó desde 1995 hasta 2007, lo que produjo un importante aumento de la masa salarial y de la renta de los ciudadanos lo que trajo, a su vez, un aumento de la demanda de bienes de consumo e inmuebles (Pampillon, 2008).

El hecho de coincidir una caída significativa de los tipos de interés desde finales de la década de 1990 con una simultánea relajación de las condiciones para la concesión de las hipotecas (García, 2009) se convierten en acicate para la fuerte expansión económica primero y, al mismo tiempo, para sentar las bases a la recesión económica actual, después, por la muy generosa concesión de crédito y el consiguiente sobreendeudamiento de la economía española, generado para financiar una burbuja de los activos inmobiliarios. Este sobreendeudamiento se producía en paralelo a un escenario en el que la desregularización del sistema financiero facilitó operaciones más especulativas por parte de las entidades financieras en un marco de relajación de los controles del riesgo (Albarracín, 2009).

A este respecto, sobre la relajación en la percepción del riesgo, que posibilitó ese sobreendeudamiento, el informe de la UNCTAD (Moreno, 2009) sobre la crisis económica hace una seria reflexión sobre la diferencia entre riesgo e incertidumbre establecida en 1921 por Frank Knight. Este autor afirma que en una situación de riesgo se conocen las probabilidades de los diferentes escenarios futuros y cada operador actúa en función de sus preferencias por el riesgo. Continúa diciendo que en una situación de incertidumbre no solamente no se conocen las probabilidades de éxito sino que incluso se desconocen los tipos de escenarios que pueden presentarse y que, por lo tanto, los operadores deberán actuar bajo criterios prudentes. Los agentes y analistas económicos no fueron conscientes, en su mayoría, de que la situación que ellos percibían como de bajo riesgo era en realidad de incertidumbre, porque no contemplaron la explosión de la burbuja inmobiliaria.

Sumado a estas corrientes de pensamiento financiero, la búsqueda del aumento de la rentabilidad en una situación de bajos tipos de interés trajo consigo el abandono de las tradicionales formas de actuar de la banca. Se condujo hacia una nueva forma más agresiva de inversión, actuación que está asociada con nuevos productos y mercados. El escenario era propicio para ello ya que conforme se desregularizaba el sistema financiero, se facilitaban las actuaciones más especulativas y se relajaban los controles del riesgo (Albarracín, 2009).

El crecimiento económico se sentó sobre la base de dos burbujas que se retroalimentaron hasta su agotamiento, la inmobiliaria y la financiera. La escalada de precios de la vivienda, lejos de tener un comportamiento propio del mercado que contrajera la demanda hasta alcanzar su precio de equilibrio, adoptó comportamientos especulativos basados en la creencia de que los precios de la vivienda nunca bajarían y que, por el contrario, ésta es un bien que siempre se revaloriza con el tiempo. Su inicio lo tenemos en la masiva concesión de créditos posibilitada por tres factores: relajación en la exigencia de garantías, bajos tipos de interés y alargamiento en la duración de los préstamos para reducir las cuotas.

El agotamiento del sistema viene cuando los créditos de mayor riesgo aumentan sus tasas de morosidad. La solución que el sistema financiero dio fue titularizar paquetes de créditos malos como buenos y venderlos en el mercado. Esto tuvo su origen en Estados Unidos y terminó contaminando al sistema financiero europeo y, derivado de esto, al español. Cuando las tasas de morosidad siguieron aumentando, estos productos se desplomaron minando la confianza mutua entre los distintos agentes financieros. El punto de inflexión fue la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers, en el 2008, considerado uno de los más solventes y grandes del mundo (Menezes y Rodil, 2012).

Estallada la burbuja financiera lo hace, por simpatía, la inmobiliaria, lo que provocó a su vez más inestabilidad en el sistema financiero que se quedó sin liquidez, por el no retorno del capital prestado, y con los balances saturados de inmuebles sobrevalorados. El mismo círculo virtuoso que propició el crecimiento y la creación de empleo se tornó círculo vicioso de destrucción de la actividad económica y de empleo sin parangón desde el crack de 1929.

En esta situación, los Estados tienen que garantizar el sistema financiero para evitar el colapso total de nuestro sistema económico retrayendo de los recursos públicos astronómicas cantidades de fondos que tapan los agujeros de capital del sistema financiero.

Como consecuencia de lo anterior, los Estados recortan en gasto público y aumentan los impuestos reduciendo aún más la actividad económica. La deuda privada y pública alcanza cifras que asfixian al sistema económico, se reduce drásticamente la inversión, los créditos a las empresas y la demanda, provocando más desempleo. Esto es el resultado de la actuación del multiplicador keynesiano a la inversa (Herrarte, 2003).

Este entorno de recesión económica tiene su incidencia en el fracaso empresarial por las menores ventas a causa de la retracción de la actividad económica, el agotamiento del crédito y la falta de liquidez, provocando un aumento brutal del número de empresas que echan el cierre. Estas quiebras traen como consecuencia un aumento inédito del desempleo hasta escalar a cifras del 27,16% de la población activa, equivalente a más de 6 millones de

desempleados (Encuesta de Población Activa, marzo 2013). De hecho, según el informe de la OCDE Jobs Study (1994) la apertura de negocios es la mayor responsable de la creación de empleo en la Economía, así como los cierres de empresas lo son de la mayoría de la destrucción de empleo. En España, en los albores de la crisis, en sólo tres meses (segundo trimestre de 2008) se cerraron aproximadamente 100.000 empresas y se perdieron paralelamente 1.227.000 puestos de trabajo.

## **1.2 EL FRACASO EMPRESARIAL**

---

El fracaso empresarial es un problema que por sus repercusiones socioeconómicas es de gran interés tanto en el ámbito profesional como académico. Las principales limitaciones para este estudio aparecen, entre otras, por la inexistencia de consenso sobre el concepto solvencia (Correa, Acosta y González, 2003), como concepto contrario al fracaso.

Se podría optar por definir el fracaso empresarial dividiendo las muestras en dos grupos, empresas sanas y el resto, considerando parte del fracaso empresarial por exclusión a las empresas que no se integran en el grupo de las sanas, o viceversa, en función de estar por encima o por debajo de determinados estados contables como, por ejemplo, nivel de beneficios y ratio de endeudamiento, entre otros, como es el caso del trabajo de Mora (1994).

Otros autores justifican la opción de considerar empresas fracasadas a las que se encuentren en un proceso concursal ya que, a pesar de tener el inconveniente de reducir el tamaño de la muestra de las fracasadas, éste es superado por la ventaja de la objetividad y fijación de la fecha del fracaso en el proceso de selección de las empresas que integrarán las distintas muestras (Pozuelo, Labatut y Veres, 2009).

En definitiva, existe un cierto consenso en la comunidad científica para admitir como válido y objetivo el criterio de selección en el grupo de fracasadas a aquellas compañías que se encuentran en un proceso concursal. Además, los beneficios de optar por este criterio superan el riesgo inherente de dejarse

fuera del grupo a empresas fracasadas técnicamente y que no se encuentran en esta clasificación jurídica, bien porque no lo han solicitado, bien porque han abandonado la actividad sin utilizar este recurso legal. En este sentido, el presente estudio se suma al criterio jurídico de empresa concursada para considerarlas dentro del grupo de las fracasadas siendo el resto consideradas empresas sanas.

Se ha comentado que son numerosos los trabajos que se esfuerzan en encontrar un modelo fiable de predicción del fracaso empresarial. Estos trabajos tienen un enfoque práctico cuyo objetivo es construir una herramienta útil para prevenir y corregir el fracaso empresarial antes de que ocurra (Mora, 1995; Lizárraga, 1997; Somoza y Vallverdú, 2003; Labatut, Pozuelo y Veres, 2009).

Otra segunda línea de investigación centra sus trabajos en intentar explicar cuáles son las causas del mismo, tanto las externas como las internas, con el objetivo de comprender mejor el fenómeno y ayudar a la obtención de modelos más precisos (Villacorta y Ballina, 2002; Calvo-Flores, García y Madrid, 2007; Manzaneque, Banegas y García, 2010).

Si bien ambos grupos se centran en una visión preventiva del fracaso empresarial, el presente estudio se desmarca de todos ellos y ha optado por analizarlo en dos sentidos. En primer lugar, y con un enfoque pasivo del problema, plantea un análisis que sea capaz de describir una situación de forma espacial en primera instancia, analizando el comportamiento geográfico del concurso de acreedores a nivel provincial para, posteriormente, contrastar la hipótesis del contagio financiero espacial y espacio-temporal del concurso de acreedores, en el capítulo 2. En segundo lugar, realiza un análisis empírico para analizar las causas que intervienen en la ineficiencia del proceso concursal desde la perspectiva de los costes de agencia y obtener, mediante el análisis multivariante, un modelo explicativo de dicha ineficiencia, en el capítulo 3.

### 1.3 EL CONCURSO DE ACREEDORES

---

El concurso de acreedores viene determinado y definido en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal que entró en vigor el 1 de septiembre de 2004. La ley concursal surge por la necesidad del marco regulatorio en el que se desarrolla la actividad económica de dotar a ésta de recursos que supriman rigideces, modernicen y simplifiquen los procesos de fracaso empresarial, buscando rapidez y eficacia (Fernández, 2004).

Lo más destacado de esta nueva regulación es la unidad legal, frente a la dispersión normativa de las antiguas quiebras y suspensiones de pagos, y la unidad de procedimiento, creándose los juzgados de lo mercantil competentes para conocer, recoger y llevar todos los procesos judiciales relacionados con el concursado, evitándose así la confusión y ausencia de información global que existiría si cada demanda, ejecución o embargo se llevaran en distintos juzgados, según las distintas competencias, en el sentido actual de la Ley de enjuiciamiento civil.

La actual regulación y sus posteriores reformas tienen la finalidad de posibilitar mayores niveles de eficiencia propiciada por la unidad de proceso que agrupa toda la información financiera para el conocimiento de todas las partes y que procura obtener economía procesal gracias al acortamiento de plazos en el tratamiento de las situaciones de fracaso empresarial.

El presupuesto subjetivo que define el artículo 1 dice que el alcance de la ley es respecto a cualquier deudor, persona física o jurídica, e incluso sujetos del artículo 35.4 de la Ley 58/2003 General Tributaria, como las herencias yacentes, es decir, que no se limita a las deudas y deudores de tráfico mercantil, aunque a lo referido al presente trabajo sólo serán relevantes los que tengan actividad económica, excluyéndose a particulares y herencias yacentes.

El presupuesto objetivo definido en el artículo 2 dice que la declaración del concurso se hará en el caso de insolvencia del deudor común. Así mismo, define que el estado de insolvencia se produce cuando el deudor no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles. Esta definición deja en manos

del deudor la opción de solicitar la declaración del concurso, ya que es aquél quién conoce de manera completa y a tiempo real su situación patrimonial y puede ser más consciente de encontrarse en el presupuesto objetivo marcado por la ley.

Por otro lado, esta potestad tiene sus limitaciones objetivas descritas en el artículo 5. El deudor tiene el deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores dentro de los dos meses siguientes a la fecha que se hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia. Llega más lejos el legislador y enumera unos supuestos, *iuris tantum*, en los que se presume que el deudor era conocedor de su insolvencia:

1. El sobreseimiento general en el pago corriente de las obligaciones del deudor.
2. La existencia de embargos por ejecuciones pendientes que afecten de una manera general al patrimonio del deudor.
3. El alzamiento o la liquidación apresurada o ruinosa de sus bienes por el deudor.
4. El incumplimiento generalizado de obligaciones de alguna de las clases siguientes: las de pago de obligaciones tributarias exigibles durante los tres meses anteriores a la solicitud de concurso; las de pago de cuotas de la Seguridad Social y demás conceptos de recaudación conjunta durante el mismo período; las de pago de salarios e indemnizaciones y demás retribuciones derivadas de las relaciones de trabajo correspondientes a las tres últimas mensualidades.

La ley cuando se refiere a insolvencia, como indica el artículo 6, lo hace tanto sobre la actual como la prevista de forma inminente. Aquí se le dota al deudor de capacidad legal para anticiparse al momento del fallido financiero, lo que resulta del todo lógico ya que no se puede pretender la eficacia del proceso y su vocación para salvar la actividad económica si éste no pudiera invocarse hasta el momento de la insolvencia real. Este hecho resulta fundamental y dota al empresario de un útil instrumento de reflotamiento del negocio, y es lo que

posibilita que sea una auténtica ley de segunda oportunidad. Otro asunto es la utilización o no de forma correcta de este recurso.

La ley también prevé, en su artículo 7, la posibilidad de solicitar el concurso a los acreedores para los casos en los que el deudor no lo hiciese a pesar de incurrir en el supuesto objetivo. En estos casos se dota de privilegios al crédito del acreedor que insta el concurso y puede tener consecuencias negativas sobre el deudor. Cuando el concurso es solicitado por los acreedores recibe el nombre de concurso necesario.

La obligación legal de solicitar la declaración de concurso de acreedores nace en cuanto el empresario tiene conocimiento de una insolvencia inminente, es decir, en cuanto sepa que en el futuro tendrá imposibilidad de atender sus obligaciones. En este sentido, los concursos se clasifican en función del solicitante en voluntario, si lo solicita el deudor y necesario en el resto de casos. Atendiendo a su conclusión se clasifican en concurso con convenio o con resultado de liquidación. El caso deseado es la resolución con convenio ya que salva al negocio. Sin embargo, la realidad indica que la mayoría acaba en liquidación cuya única utilidad es resarcir lo máximo posible a los acreedores.

En el orden disciplinario, se clasifican en fortuito o culpable. Las consecuencias del fortuito son la resolución y cancelación de todas las deudas y, por consiguiente, la oportunidad de poder empezar de nuevo. Las consecuencias del culpable es que los deudores y los administradores responderán de forma personal con su patrimonio y se declaran inhábiles para la actividad económica.

Pero el proceso concursal no comienza con la solicitud sino con la declaración de concurso de acreedores. Este proceso consta de cuatro fases y seis secciones.

La primera es la fase previa, que como se ha comentado no es parte en sí del proceso concursal sino lo que se conoce como pre-concurso, y en ella se encuentran todos los instrumentos utilizados de carácter extrajudicial tanto los informales y los acuerdos extrajudiciales de refinanciación, como los que gozan de cierta protección y tutela por la ley como son: el acuerdo extrajudicial de

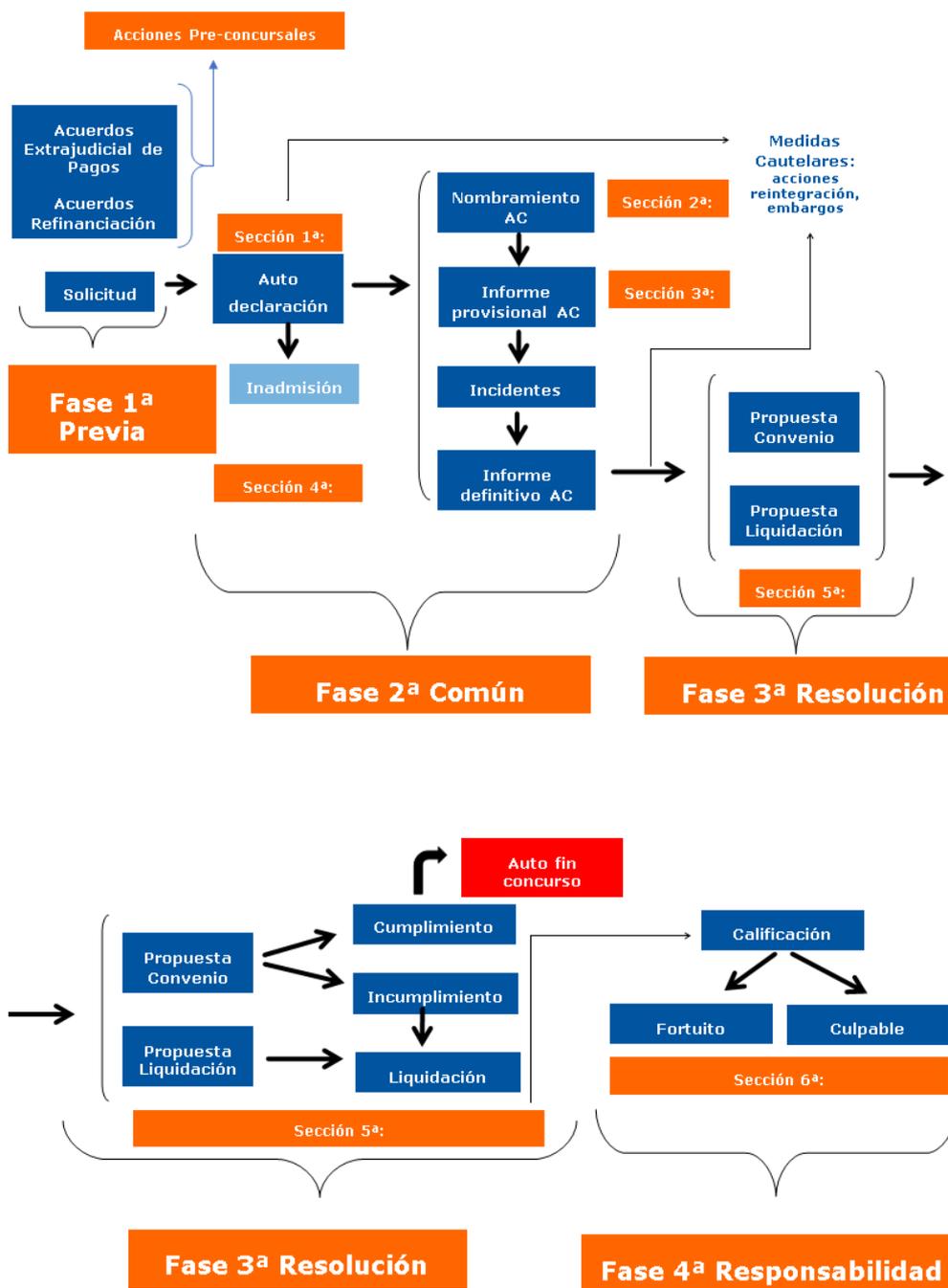
pagos y la homologación de acuerdos de refinanciación y hasta la solicitud de concurso de acreedores.

La segunda fase llamada común es cuando comienza propiamente el proceso concursal con la sección 1ª que es la declaración de concurso, la sección 2ª que es el nombramiento de la administración concursal, la sección 3ª que incluye el informe provisional, la comunicación a los acreedores, los posibles incidentes y las medidas cautelares, para concluir en la sección 4ª con los textos definitivos donde queda recogida, en síntesis, la lista de acreedores con los créditos cuantificados y calificados, la situación de viabilidad del negocio, los créditos contra la masa activa y el montante de la masa activa. En esta fase las funciones de administración del deudor concursado quedan intervenidas.

Concluida esta fase comienza la tercera fase de resolución con la sección 5ª donde hay propuesta de convenio o solicitud de liquidación. Si hay propuesta de convenio y es aprobado por la junta de acreedores el administrador concursal se limita a supervisar el cumplimiento del mismo y en el caso de cumplimiento en el plazo recogido en el propio convenio se concluirá el proceso concursal de forma exitosa y si, por el contrario, la empresa incumple, pasará a liquidación. Tanto el administrador concursal como el deudor concursado al finalizar la fase común podrán solicitar la liquidación. Declarada la liquidación, lo que supone la conclusión fracasada del proceso concursal desde el punto de vista económico, el administrador concursal elaborará un plan de liquidación y las funciones de administración quedan suspendidas para el deudor concursal y son asumidas por la administración concursal.

La cuarta y última fase es la de responsabilidad donde comienza la sección 6ª de calificación del concurso como culpable, a efectos civiles no penales, con responsabilidades, sanciones e inhabilitaciones, o se califica como fortuito sin consecuencias negativas para el deudor concursado (ver esquema 1).

Esquema 1: Procedimiento Concursal



Fuente: Elaboración propia

La legislación concursal pretende, en todo caso, incentivar la solicitud del concurso en los casos en los que la empresa no es capaz de resolver sus tensiones financieras sin ayuda externa, entendiendo que es un instrumento necesario para la continuidad del negocio. Así, con la salvación del negocio se mantiene la actividad económica y se protegen los puestos de trabajo y a los acreedores.

Es importante destacar que, con el objetivo de que no salga perjudicado ningún acreedor por ejecuciones singulares de acreedores más enterados o más rápidos, en la legislación concursal rige el principio *vis attrattiva* consagrando la unidad de procedimiento, y el de *par conditio creditorum* que viene a consagrar la igualdad de condiciones a todos los acreedores y que cobrarán por prorrata (proporcionalmente). Estos fundamentales principios del derecho concursal en España tienen tantas excepciones que en la práctica la desvirtúa y por lo tanto contribuyen a que la ley no proporcione el entorno más idóneo para el desarrollo concursal.

La primera y más radical de las excepciones consiste en la clasificación de los créditos que la ley hace distinguiendo los créditos con privilegios especiales, primeros en cobrar después de los créditos masa, que son fundamentalmente los créditos con algún tipo de hipoteca, prenda o garantía. Además, este tipo de créditos transcurrido un año desde la declaración de concurso pueden continuar con sus ejecuciones singulares. Le siguen los créditos privilegiados, fundamentalmente las retenciones, y el 50% de los créditos públicos. A éstos les sigue en la prelación de pagos los créditos ordinarios que la ley define simplemente como los créditos que no son de otro tipo. Y por último, los créditos subordinados formados por intereses de demora, recargos, multas y los créditos llevados a esa clasificación por el juez del concurso como penalización por alguna mala conducta del titular durante el desarrollo del procedimiento concursal.

Abundando en esto la ley obliga a clasificar los créditos en laborales, públicos, financieros y resto lo que da una idea de qué acreedores le preocupan al legislador y al ejecutivo.

El presente trabajo investiga las causas que hay detrás de la ineficiencia del procedimiento concursal. Una de las evidencias de la ineficiencia del procedimiento concursal son las veintinueve redacciones (veintiséis modificaciones y tres derogaciones) que la ley concursal ha tenido desde 2003 hasta la última en junio de 2018 más una subsanación de errores y cinco conformidades (ver tabla 1).

**Tabla 1: Modificaciones a la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal hasta junio 2018**

LEY22/2003, 9 JUL, CONCURSAL	ANÁLISIS DE LAS DISTINTAS MODIFICACIONES LEGISLATIVAS
1 SE DICTA DE CONFORMIDAD:	El art.232.2, aprobando el formulario para la solicitud del procedimiento para alcanzar un acuerdo extrajudicial de pagos: Orden JUS/2831/2015, de 17 de diciembre (Ref. BOE-A-2015-14225).
2 SE MODIFICA:	Con los efectos indicados, los arts. 3.1, 34 ter, 34 quáter y 90.1.6, por Ley 40/2015, de 1 de octubre (Ref. BOE-A-2015-10566).
3 CORRECCIÓN ERRORES:	Con modificación de la disposición final 5, de la Ley 11/2015, de 18 de junio, en BOE núm. 212 de 4 de septiembre de 2015 (Ref. BOE-A-2015-9580).
4 SE MODIFICA:	los arts. 34, 92, 176 bis, 178, 231 a 236, 238 a 242 y SE AÑADE los arts. 178 bis, 238 bis, 242 bis, 34 bis, 34 ter y 34 quáter, por Ley 25/2015, de 28 de julio (Ref. BOE-A-2015-8469).
5 SE MODIFICA:	El art. 233 y disposición adicional 2, por Ley 20/2015, de 14 de julio (Ref. BOE-A-2015-7897).
6 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2, por Ley 11/2015, de 18 de junio (Ref. BOE-A-2015-6789).
7 SE MODIFICA:	Determinados preceptos y SE AÑADE el art. 146 bis y la disposición adicional 2, por Ley 9/2015, de 25 de mayo (Ref. BOE-A-2015-5744).
8 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2.d), por Ley 5/2015, de 27 de abril (Ref. BOE-A-2015-4607).
9 SE MODIFICA:	Determinados preceptos y SE AÑADE los arts. 178 bis, 238 bis y 242 bis, por Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero (Ref. BOE-A-2015-2109).
10 SE MODIFICA:	Con los efectos indicados, determinados preceptos; SE SUPRIME los arts. 27 bis y 31, y SE RENUMERA los arts. 32, 33 y el capítulo II del título II, por Ley 17/2014, de 30 de septiembre (Ref. BOE-A-2014-9896).
11 SE MODIFICA:	Determinados preceptos y SE AÑADE el art. 146 bis y la disposición adicional 2 ter, por Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre (Ref. BOE-A-2014-9133).
12 SE MODIFICA:	Determinados preceptos y SE SUSPENDE, hasta el 9 de marzo de 2016, la aplicación de lo indicado de los arts. 84.2.11 y 91.6, por Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo (Ref. BOE-A-2014-2485).
13 SE MODIFICA:	El art. 64. 2 y 6, por Ley 1/2014, de 28 de febrero (Ref. BOE-A-2014-2219).
14 SE MODIFICA:	Las disposiciones adicionales 2 y 4, por Ley 26/2013, de 27 de diciembre (Ref. BOE-A-2013-13723).
15 SE MODIFICA:	Regulando el Registro Público Concursal: Real Decreto 892/2013, de 15 de noviembre (Ref. BOE-A-2013-12630).
16 SE DICTA DE CONFORMIDAD:	Los arts. 3, 5 bis, 15, 71, 178, 198 y disposición adicional 4 y SE AÑADE el art. 71 bis, el título X y las disposiciones adicionales 7 y 8, por Ley 14/2013, de 27 de septiembre (Ref. BOE-A-2013-10074).
17 SE MODIFICA:	El art. 64.2 y 6, por Real Decreto-ley 11/2013, de 2 de agosto (Ref. BOE-A-2013-8556).
18 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2.k), por Ley 9/2012, de 14 de noviembre (Ref. BOE-A-2012-14062).
19 SE MODIFICA:	Regulando el seguro de responsabilidad civil y la garantía de los administradores concursales: Real Decreto 1333/2012, de 21 de septiembre (Ref. BOE-A-2012-12482).
20 SE DICTA DE CONFORMIDAD:	La disposición adicional 2.2.k), por Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de agosto (Ref. BOE-A-2012-11247).
21 SE MODIFICA:	Los arts. 3.5, 5.3, 6.4, 98, 142 bis y disposición final 2.7, SE MODIFICA y SE AÑADE determinados preceptos, por Ley 38/2011, de 10 de octubre (Ref. BOE-A-2011-15938).
22 SE DEROGA:	Los arts. 8 y 52, por Ley 11/2011, de 20 de mayo (Ref. BOE-A-2011-8847).
23 SE MODIFICA:	El art. 98, por Ley 4/2010, de 10 de marzo (Ref. BOE-A-2010-4048).
24 SE MODIFICA:	Con efectos de 4 de mayo de 2010, por Ley 13/2009, de 3 de noviembre (Ref. BOE-A-2009-17493).
25 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2, por Real Decreto-ley 9/2009, de 26 de junio (Ref. BOE-A-2009-10575).
26 SE MODIFICA:	Determinados preceptos con los efectos indicados y SE AÑADE el art. 115 bis, 142 bis y la disposición adicional 4, por Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo (Ref. BOE-A-2009-5311).
27 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2, con efectos de 30 de abril de 2008, por Ley 30/2007, de 30 de octubre (Ref. BOE-A-2007-18874).
28 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2, por Ley 25/2005, de 24 de noviembre (Ref. BOE-A-2005-19412).
29 SE DICTA DE CONFORMIDAD:	Estableciendo el régimen de difusión y publicidad de las resoluciones concursales previstas el artículo 198: Real Decreto 685/2005, de 10 de junio (Ref. BOE-A-2005-9874).
30 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2, por Ley 6/2005, de 22 de abril (Ref. BOE-A-2005-6562).
31 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2.2, por Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo (Ref. BOE-A-2005-4172).
32 SE DEROGA:	La disposición final 26, por Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre (Ref. BOE-A-2004-18910).
33 SE DEROGA:	La disposición final 27, por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre (Ref. BOE-A-2004-18908).
34 SE DICTA DE CONFORMIDAD:	La disposición final 34, estableciendo el arancel de derechos de los administradores concursales: Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre (Ref. BOE-A-2004-15816).
35 SE MODIFICA:	La disposición adicional 2, por Ley 36/2003, de 11 de noviembre (Ref. BOE-A-2003-20695).

Fuente: Boletín Oficial del Estado. Legislación consolidada (<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13813&p=20151002&tn=6>)

La crisis económica y el consiguiente aumento de los concursos de acreedores pusieron pronto de manifiesto algunas deficiencias de la ley concursal que se han intentado corregir desde entonces, dando lugar a reformas sucesivas de la misma (García-Posada, 2016).

No se puede abordar el problema únicamente desde la perspectiva del marco normativo y pensar que el correcto funcionamiento o no se debe exclusivamente a la ley de igual forma que otro error común es reformar la ley en ausencia de un conocimiento profundo, global y veraz, es decir, con rigor científico, del problema.

Las principales reformas han ido encaminadas a reducir el coste del procedimiento concursal, reducir los plazos medios de ejecución, profesionalizar la figura del administrador concursal y, por último, incentivar las soluciones extrajudiciales como los acuerdos extrajudiciales de pago, la mediación concursal y la homologación de acuerdos de refinanciación (ver tabla 2).

**Tabla 2: Resumen de las principales reformas sobre concursos de acreedores**

NORMATIVA	AÑO	PRINCIPAL APORTACIÓN
Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica	2009	Reforma de poco calado para mejorar la redacción de la disposición adicional 4ª sobre el cuerdos de refinanciación.
Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal	2011	Su objetivo es reforzar la continuidad del negocio. Reforzar y profundizar en las alternativas al concurso para en determinados supuestos salir de la situación de crisis. Introduce normativa europea y un tratamiento de protección del dinero nuevo o <i>fresh money</i> . Posibilitar cambios estructurales durante el concurso. Aumento de las atribuciones y requisitos del administrador concursal.
Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización	2013	Se crea el acuerdo extrajudicial de pagos como solución pre-concursal para la pyme.
Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, de medidas urgentes en materia concursal	2014	Se potencia y flexibiliza la venta de unidad de negocio completa o unidades de negocio completas buscando la continuidad de la actividad aunque sea de forma parcial.
Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social	2015	Se introduce la segunda oportunidad para las personas físicas y por consiguiente se adaptan los acuerdos de refinanciación y extrajudicial de pagos al espíritu de esta nueva norma.

Fuente: Elaboración propia

Para comprender el comportamiento del procedimiento concursal, además de conocer su proceso y la ley, se deben observar los distintos actores que en él operan, conocer sus roles y sobre todo sus disfunciones, y aunque en el capítulo 3 se profundizará en este extremo, se hace conveniente tenerlas presente, tal y como se describe en la tabla 3.

**Tabla 3: Esquema de las disfunciones de los distintos agentes**

LEY Y AGENTES	PRINCIPALES DISFUNCIONES
<b>Ley</b>	Excesiva prevalencia procesal y del fondo jurídico sobre el fondo económico. Excesivos privilegios de las Administraciones Públicas. Límites al convenio en quitas y esperas.
<b>Deudor</b>	Solicitar tarde el concurso. Uso diferente del presupuesto buscando disolución con sobreseimiento de deudas.
<b>Juzgados</b>	Ineficiencia procesal. Falta de recursos y sistemas organizativos.
<b>Administración Concursal</b>	Falta de recursos por no garantizarse honorarios e imposibilidad de marcar el ritmo. Antes retrasaban el proceso para obtener más honorarios.
<b>Acreedores</b>	No colaborar en el proceso porque su interés particular prefiere la liquidación: Administraciones Públicas, Entidades Financieras, etc.

Fuente: Elaboración propia

La mayoría de la literatura científica se centra en el estudio de la normativa concursal desde la perspectiva del derecho comparado. La escasez de estudios empíricos con respecto a los jurídicos y los del fracaso empresarial en términos generales se puede deber a la dificultad de obtener bases de datos y estadísticas completas y con suficiente número de variables y de observaciones.

Este hecho se va corrigiendo progresivamente y como muestra de ello destaca el Registro Público Concursal cuya instauración vino de una de las reformas de la ley concursal de 2013, en concreto la que produjo el Real Decreto 892/2013, de 15 de noviembre, por el que se regula el Registro Público Concursal y cuya página web ofrece información relativa a los concursos de acreedores en España (<https://www.publicidadconcursal.es/concursal-web/>). Así, aunque este registro público funciona de forma muy deficiente y la información en él contenida es incompleta y sus motores de búsqueda poco útiles, marca un cambio de tendencia y una mayor sensibilidad hacia la importancia de disponer

de información pública y de libre acceso, tanto para investigadores como para los agentes económicos en términos generales. En este sentido, ha resultado de gran utilidad para profundizar en el estudio del concurso de acreedores desde un punto de vista empírico, tal y como se hace presente en esta Tesis Doctoral.

**CAPÍTULO 2:**

**FRACASO EMPRESARIAL Y**

**EFFECTO CONTAGIO: UN**

**ANÁLISIS ESPACIAL PARA**

**ESPAÑA**

Dentro del fracaso empresarial resulta necesario abordar el contagio financiero derivado de la proximidad geográfica, sectorial y de mercado. En este capítulo nos centramos en el mismo desde la perspectiva geográfica analizando la ocurrencia del concurso de acreedores a lo largo de la geografía española en el periodo 2005-2013. Así, en un primer epígrafe, se describe cómo puede afectar el efecto contagio en el entorno financiero, en general, y en la explicación del fenómeno del fracaso empresarial, en particular, para a continuación exponer la metodología a aplicar en nuestro estudio, esto es, el análisis exploratorio de datos espaciales. Para finalizar se exponen los principales resultados obtenidos.

## **2.1 EL CONTAGIO FINANCIERO**

---

En una economía de mercado, el fracaso de una empresa puede provocar un efecto contagio que afecta de forma negativa al resto de empresas con las que aquella tenía relación, ya que pierden un cliente o proveedor y porque incrementa el desempleo, lo que afecta al consumo en general. Un número limitado de empresas fracasadas, al igual que un número limitado de fallidos en los créditos, tanto comerciales como financieros, puede ser absorbido por el conjunto de la economía sin que esto tenga efectos significativos. Por el contrario, la generalización o aumento del fracaso empresarial afecta de forma directa al sistema económico, porque se puede producir un efecto dominó en la destrucción de la actividad económica.

Hay toda una rama de investigación en Economía sobre el efecto contagio que un evento negativo provoca sobre áreas próximas y así, contamos con varios estudios sobre shocks negativos en mercados financieros que se propagan a mercados próximos, como el trabajo de Chirinos (2013) entre otros. Más concretamente, en los últimos tiempos investigadores de todo el mundo han mostrado su interés por investigar el efecto contagio y la incidencia espacial de determinados fenómenos como el emprendimiento, u otros efectos con tintes más negativos como el del fracaso empresarial, los shocks negativos de crédito, sea bancario o comercial, y la relación entre ambos fenómenos,

puedan jugar sobre el resto de las empresas. Así, por ejemplo, contamos con el trabajo de Mathur (2009) en el que se analiza la incidencia espacial de la creación de nuevas empresas. En el trabajo de Buehler, Kaiser y Jaeger (2012) se introducen variables que caracterizan la localización de una empresa (condiciones de negocio locales, factores culturales de la zona, etc.) para analizar el fenómeno de la bancarrota.

Las relaciones entre empresas se articulan principalmente a través del crédito comercial, el concedido y el dispuesto. Numerosos autores han analizado, en los últimos años, si el efecto de la contracción de crédito como consecuencia de la crisis financiera ha sido compensado por un aumento de este crédito comercial o si, por el contrario, se ha producido una contracción de esta fuente de financiación en paralelo al cierre del grifo bancario, fenómeno llamado en inglés *credit contagion*. El análisis de Tsuruta (2013) muestra que el crédito comercial se redujo también a la par que el crédito bancario durante la última fase recesiva de la economía. En concreto, el saldo de proveedores disminuyó especialmente para las empresas con más altos saldos de clientes y poco *cash*. Otros autores que encuentran complementariedad y no sustitución entre el crédito comercial y el crédito bancario son, por ejemplo, Uesugi y Yamashiro (2008). Los resultados de Bastos y Pindado (2013) muestran primero un efecto sustitutivo en el corto plazo (ya que las empresas que ven restringido el acceso al crédito bancario posponen los pagos a sus proveedores, que a su vez hacen lo propio, originando un efecto cascada), que es reemplazado en el medio plazo por un efecto complementario, siguiendo la restricción del crédito comercial a la restricción del crédito por parte de las entidades financieras.

Según Kiyotaki y Moore (1997, 2002), durante un *credit contagion*, la posibilidad de que una empresa impague (especialmente si es pequeña y restringida financieramente), se incrementa con la cantidad de créditos comerciales concedidos a otras empresas. Giesecke y Weber (2006) definen de hecho el *credit contagion* como la propagación de las dificultades financieras de una empresa a otra. Boissay (2006) muestra, con un modelo teórico, como cuando los clientes de una empresa sana sufren dificultades financieras, la probabilidad de la empresa de entrar a su vez en dificultades financieras se incrementa igualmente. Jorion y Zhang (2009) argumentan que

en el caso de una bancarrota, los efectos de contagio son mucho más fuertes para una empresa industrial con la que se tienen relaciones comerciales que para una financiera, porque la exposición al crédito comercial suele suponer una mayor proporción con respecto a los activos del proveedor y además porque, a veces, un solo comprador representa un gran porcentaje del crédito comercial suministrado por un proveedor.

Los efectos negativos del contagio son obvios la mayoría de las veces. Así, Hunsader, Natalya y Gwendolyn (2013) encuentran que las rentabilidades de empresas cotizadas cuyas rivales entran en bancarrota caen. Este efecto se da si las empresas se pueden caracterizar como complementarias (*strategic complements*). García-Appendini (2014) muestra que las empresas en sectores donde se ha producido una quiebra de un competidor importante ven reducidas sus inversiones, probablemente por un peor acceso a los fondos externos. Tsuruta (2013) concluye que si una empresa sufre un shock inesperado de liquidez e impaga, el efecto del shock se propaga a las empresas que han concedido créditos a dicha empresa. Si suponemos que las empresas suelen establecer más vínculos comerciales con sus homólogas que se encuentran en áreas geográficas cercanas, el efecto contagio del fracaso a zonas próximas es la siguiente e inevitable consecuencia lógica de esta argumentación.

En este capítulo se ha querido analizar el fracaso y su efecto contagio para el caso español. España es una economía de mercado, con un importante peso dentro de la región económica europea. Se entiende que es pertinente el estudio del fracaso y de su contagio para este país por el rápido deterioro del entorno económico y la notabilísima variación en las cifras de fracaso cuando estalló la recesión en el año 2008 y la gran importancia relativa de esta economía en el continente europeo y en el mundial.

Los análisis se han realizado con técnicas de Análisis Exploratorio de Datos Espaciales para el análisis del comportamiento geográfico del concurso de acreedores a nivel provincial para, posteriormente, contrastar la hipótesis del contagio financiero espacial y espacio-temporal del concurso de acreedores.

## 2.2 METODOLOGÍA, MUESTRA Y VARIABLES

---

Rodríguez-Fuentes, Maté y López (2017) ponen en evidencia la necesidad de considerar los efectos de interacción espacial derivados de la proximidad geográfica entre empresas del mismo sector como otro elemento a considerar en la literatura del fracaso empresarial. Los investigadores que tienen como línea de investigación la predicción del fracaso empresarial puede mejorar la capacidad predictiva de sus modelos incluyendo el componente espacial como una variable explicativa adicional.

Esta metodología de análisis exploratorio de datos espaciales ha sido previamente utilizada para analizar, por ejemplo, si la estructura de capital de las empresas está influenciada por la ubicación territorial de las mismas, es decir, por factores regionales y por efectos de interrelación entre regiones (Maté, Hernández, Sánchez y Mínguez, 2013) o para estudiar, por ejemplo, la distribución espacial de las industrias innovadoras en una economía (Flores y Villareal, 2014) entre otros estudios. Sin embargo, no tenemos conocimiento de ningún trabajo que, hoy en día, haya estudiado el fenómeno del concurso de acreedores o fracaso empresarial con esta metodología.

Por lo anterior, para el presente análisis de la distribución del número de concursos de acreedores en España se van a aplicar las técnicas de análisis exploratorio de datos espaciales (AEDE). Así, a continuación, pasamos a exponer la metodología AEDE, la muestra y variables utilizadas y los principales resultados encontrados.

### 2.2.1 Metodología AEDE.

El análisis exploratorio de datos espaciales (AEDE) se trata de una disciplina del análisis exploratorio de datos, también denominado *data mining*, diseñada para el tratamiento específico de los datos espaciales o geográficos que relaciona el análisis estadístico con el gráfico. En concreto el AEDE se define como el conjunto de técnicas que describen y visualizan las distribuciones espaciales, identifican localizaciones atípicas o atípicos espaciales, descubren

esquemas de asociación espacial y sugieren estructuras espaciales u otras formas de heterogeneidad espacial (Anselin, 2003). Se trata pues de un método de estadística descriptiva espacial. Para la aplicación de dichas técnicas se va a utilizar el programa estadístico GeoDa. Nos centraremos en tres análisis: 1) Análisis Exploratorio, 2) Análisis de Dependencia o Autocorrelación Espacial y 3) Análisis de la Correlación Espacio-Temporal.

### **2.2.1.1 Análisis Exploratorio**

Dada la naturaleza de la variable de estudio el análisis exploratorio se centra en dos de los métodos anteriores: el mapa temático y el histograma de frecuencias. Los mapas temáticos consisten en la representación cartográfica de una variable geográfica. Dado que el objetivo es en un primer momento realizar un análisis descriptivo del reparto del número de concursos de acreedores a lo largo del territorio nacional, nos centraremos en el mapa de cuartiles, que clasifica las áreas en 4 categorías o cuartiles según el valor de la variable.

El histograma de frecuencias nos permite conocer la distribución no espacial de la variable objeto de estudio. Es una aproximación a la función de densidad de una variable aleatoria que resulta de utilidad para detectar asimetrías y otras peculiaridades de la distribución. Resulta de especial utilidad ya que, en aquellos casos en los que la variable tiene una distribución muy alejada de la normal, el mapa de cuartiles no resulta de utilidad.

### **2.2.1.2 Análisis de Dependencia o Autocorrelación Espacial**

La autocorrelación espacial es la concentración o dispersión de los valores de una variable en un mapa. Refleja el grado en que la variable objeto de estudio de una unidad geográfica es similar a la de otras unidades geográficas próximas. Así, se puede afirmar que existe autocorrelación espacial en la medida en que existe una relación entre lo que sucede en un punto determinado del espacio y lo que acontece en otros puntos de ese mismo

espacio (Sánchez, 2008). En el presente estudio la autocorrelación espacial determina si la ocurrencia de concursos de acreedores en una determinada provincia española está relacionada con los concursos de acreedores acontecidos en otras provincias.

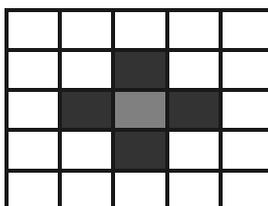
La autocorrelación puede ser positiva o negativa. La autocorrelación espacial positiva se produce cuando existe una relación directa entre valores similares de la variable en una provincia y las cercanas entre sí, de forma que las provincias con valores elevados de la variable se encuentran rodeadas de otras provincias en las que la variable arroja también valores elevados, y viceversa. En este caso en el que se produce una concentración del número de concursos en una zona geográfica concreta se dice que existe “contagio”. Por el contrario, existe autocorrelación espacial negativa cuando las provincias cercanas presentan valores muy diferentes de la variable analizada, de forma que aquellas provincias en las que se registra un valor elevado de la variable están rodeadas de otras en las que la variable toma valores reducidos, y viceversa. Finalmente, es también posible la ausencia de autocorrelación espacial, que se producirá cuando los valores de la variable se distribuyan aleatoriamente en todo el territorio analizado, verificándose lo que se conoce como aleatoriedad espacial (Sánchez, 2008).

Para verificar la existencia o ausencia de autocorrelación espacial se pueden utilizar diferentes índices, siendo el I de Moran el más conocido y utilizado en la práctica (Sánchez, 2008). Éste índice (Moran, 1950) mide el grado de concentración de valores altos/bajos de una variable en el entorno geográfico de cada una de las observaciones de la muestra. Para cada valor del estadístico es posible realizar una inferencia para evaluar el nivel de significatividad estadística de rechazo de la hipótesis nula de ausencia de similitud o disimilitud de valores de una localización geográfica. Varía entre los valores -1 y +1, cuanto más cercano a 1 sea el indicador, mayor será el nivel de autocorrelación espacial (Sánchez, 2008).

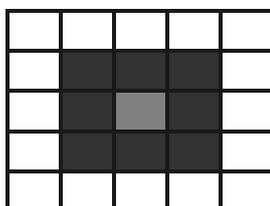
En el cálculo del I de Moran resulta determinante la definición de vecindad de las unidades espaciales consideradas que se utilice, que en el caso del presente estudio se trata de las provincias españolas. Para ello, se utiliza un

ponderador espacial que surge de una matriz de contigüidad que toma valores de uno para provincias adyacentes y de cero para los casos contrarios. Los principales criterios de vecindad son (Sánchez, 2004; Anselin, 2005; Sánchez, 2008):

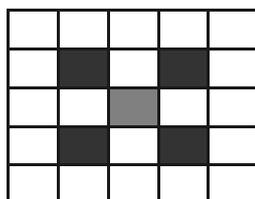
- Contigüidad tipo *Rook* o Torre: una provincia será vecina de otra si comparte con ésta un lado o borde del cuadrado. Este criterio se conoce también con el nombre de criterio de la torre, en referencia al movimiento de esta pieza en el juego de ajedrez.



- Contigüidad tipo *Queen* o Reina: es aquella que considera vecinas a las provincias que comparten un borde o un vértice del cuadrado. También se conoce con el nombre de criterio de la reina.



- Contigüidad tipo *Bishop* o Alfil: es aquella que considera que dos provincias serán vecinas si comparten un vértice del cuadrado. Este criterio se conoce también con el nombre de criterio del alfil.



Los tres tipos de vecindad presentados reflejan vecindad de primer orden, pero es posible considerar también contigüidad de segundo orden (cuando se considera la influencia de los vecinos de los vecinos), de tercer orden, y así sucesivamente. Tras una revisión de estudios en los que se aplica el I de Moran al estudio de la autocorrelación espacial en España se observa un uso mayoritario de la vecindad de primer orden tipo reina (Sánchez, 2004; Sánchez, 2008; Buendía, Esteban y Sánchez, 2012), por lo que será la que se aplique en el presente estudio.

El I de Moran representa una estadística resumen que indica la intensidad de la autocorrelación entre las provincias, es decir, permite contrastar, en el presente caso, la hipótesis de autocorrelación espacial en la totalidad del territorio español.

### **2.2.1.3 Análisis de la Correlación Espacio-Temporal**

En el análisis de la correlación espacio-temporal se analiza el número de concursos en una provincia determinada en dos momentos del tiempo (Anselin, 2003). La correlación espacio-temporal se considera así un caso especial de correlación espacial bivariante.

El análisis espacio-temporal se puede realizar desde dos puntos de vista:

- *Inward diffusion* (Difusión interna): De los vecinos en el presente al núcleo en el futuro.
- *Outward diffusion* (Difusión externa): Del núcleo ahora a los vecinos en el futuro.

Cada una es un punto de vista ligeramente diferente de la correlación espacio-temporal. La más utilizada es la difusión interna (Anselin, 2003; Anselin, 2005) que mide como afectará en el futuro a una provincia determinada lo que ocurre en sus provincias vecinas hoy.

### 2.2.2 Muestra.

La muestra que se utiliza está formada por toda la población de empresas concursadas en España durante el periodo 2005-2013. En el caso de los deudores concursados que ejercen una actividad empresarial, denominados “Empresas concursadas” por el INE, la estadística proporciona información de otras variables: Tramo de asalariados al que pertenece la empresa concursada (número de empleados), actividad económica principal de la empresa concursada<sup>1</sup>, tramo de volumen de negocio anual de la empresa concursada, pertenencia de la empresa concursada a un grupo empresarial y, en caso de pertenencia, si el grupo está o no bajo el control extranjero, personalidad jurídica del deudor concursado, etc.

Tras un primer análisis exploratorio de los datos (datos no presentados) se observa que el mayor porcentaje de concursos de acreedores en España se da en empresas con un número de asalariados inferior a cincuenta (81,5% en 2005; 86,57% en 2013) y con un volumen de negocio inferior a dos millones de euros (63,4% en 2005; 61,93% en 2013). Dado que se observa una clara estabilidad de porcentajes entre el primer y el último año de la muestra, el presente estudio no analiza la distribución de los mismos en función de dichas clasificaciones. Sin embargo, sí que se aprecia una incidencia determinante de los concursos en función de la actividad económica de la empresa. En concreto, en el sector industrial y en la construcción, por lo que en la presente investigación se llevará a cabo el análisis a nivel global y para cada uno de los citados sectores (Estadística del Procedimiento Concursal del INE, 2005-2013)<sup>2</sup>.

El incluir, además de al sector industrial, al sector de la construcción es doblemente interesante por su importancia en la aportación al PIB y porque ha sido el sector motor durante la etapa de crecimiento y una de las claves en

---

<sup>1</sup> El INE divide los sectores en: Agricultura y pesca, Industria: Bienes intermedios, bienes de capital, bienes de consumo duradero y bienes de consumo no duradero, Energía, Construcción, Edificación y promoción inmobiliaria, Comercio al por mayor, Comercio al por menor y vehículos, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y telecomunicaciones, Inmobiliarias, financieras y seguros, Actividades profesionales, Actividades administrativas y servicios auxiliares, Resto servicios, Sin clasificar

<sup>2</sup> No incluimos años anteriores al 2005 porque antes de esa fecha la variable que recoge el INE es el número de quiebras, que no es exactamente lo mismo que el concurso de acreedores. El incluirlos introduciría, por tanto, un elemento distorsionador en el análisis.

esta etapa de recesión<sup>3</sup>. Otro aspecto importante a tener en cuenta antes de analizar los datos es que para una mayor potencia estadística en la herramienta que se va a utilizar (que se explicará en el epígrafe siguiente), se recomienda que los datos sean, al menos, provinciales. En nuestro caso, se comprueba que el INE suministra los datos anteriores por provincias para todo el periodo objeto de estudio.

### 2.2.3 Variable objeto de estudio.

Para un correcto análisis de la importancia de la incidencia de los concursos de acreedores en las diferentes provincias resulta más apropiado analizar el impacto de los mismos en términos relativos sobre el total de empresas. Así, la variable a analizar es el número de empresas concursadas en cada provincia sobre el total de empresas de esa provincia. De este modo, se salva el sesgo que se produce por la asimétrica distribución de empresas en España.

De forma análoga, se utiliza el mismo ratio relativizado para analizar el sector industrial y de la construcción. Así, al no disponerse de datos provinciales sobre el total de empresas de cada sector sino del número de locales por provincia y sector, se relacionan el número de concursos por provincia y sector con el número de establecimientos totales por provincia y sector. Con esta otra ponderación seguimos manteniendo el objetivo de salvar el sesgo producido por la asimetría en la distribución de las empresas a lo largo del territorio nacional. Esta variable alternativa resulta igualmente útil para el análisis por el impacto que supone el cierre de dichos locales sobre la economía de cada provincia. El número de empresas por provincias en cada periodo también se obtiene del INE, tanto a nivel general como sectorial.

---

<sup>3</sup> No incluimos al sector financiero dado que los diferentes Gobiernos de España rescataron a todas las empresas financieras de cierta entidad durante el periodo de estudio, no entrando éstas por tanto en la situación de concurso de acreedores, produciendo una distorsión en el análisis de este fenómeno. No obstante, hemos realizado los análisis para el sector y no observamos contagio. Muy probablemente los casos de concurso de acreedores para este sector se circunscriban a entidades de reducida dimensión, tales como pequeñas financieras y aseguradoras. Aun así queremos puntualizar que aunque los datos muestren que el hecho de que una quiebra en este sector no produzca más quiebras (muy determinado por la intervención pública para las entidades grandes), esto no es óbice para que sí se pueda haber producido un efecto contagio no a nivel de cierre de la empresa en sí, pero sí a nivel de una disminución de la actividad financiera de las entidades de este sector, provocado por la desconfianza mutua entre entidades, la mayor percepción de riesgo y el recelo consecuente, que ha provocado una contracción financiera del crédito o *credit crunch* que se refleja en toda la economía.

## 2.3 RESULTADOS

---

Los resultados obtenidos responden a los tres análisis comentados anteriormente, que se agrupan en dos niveles. El primer nivel, exploratorio, en el que se presentarán los mapas de cuartiles y el histograma y, el segundo nivel, en el que se analiza el contagio a nivel espacial y a nivel espacio-temporal. Ambos se han realizado a nivel provincial para el global y para los sectores de la industria y la construcción.

### 2.3.1 Resultados del Análisis Exploratorio.

El mapa de cuartiles pone de manifiesto, mediante la intensidad de los colores, el valor en intervalos del número de concursos de acreedores sobre el total de empresas para cada provincia. Así, el primer cuartil, donde el número es menor, está representado por el tono más claro y el cuarto cuartil, donde la concentración de los concursos de acreedores en valor relativo es mayor, por el tono más oscuro. Por sintetizar y en pos de la claridad se presentan sólo los mapas para el primer y último año (2005 y 2013) y para un año central, que es además el primero de la crisis en la que ésta debe estar reflejada ya plenamente (2009).

El análisis del comportamiento de los mismos durante el período de estudio (2005-2013) muestra que, a nivel global, existe una mayor concentración de concursos en la parte superior de la diagonal marcada por el eje noroeste-sureste, con especial incidencia en las provincias del este y noreste del país (figuras 1 a 3). El análisis año a año muestra pequeños cambios, esto es, no siempre las provincias permanecen en el mismo cuartil. Aunque se verifica una persistencia generalizada, destaca el hecho de que provincias como Vizcaya, Barcelona, Baleares y Valencia se encuentren en el cuarto cuartil durante todo el período (tanto en los gráficos que se presentan como en los que no). También presentan valores altos a lo largo del periodo de análisis La Rioja, Álava, Guipúzcoa, Navarra, Huesca y Zaragoza. En el otro extremo, se observa que las provincias extremeñas, algunas provincias andaluzas como Almería,

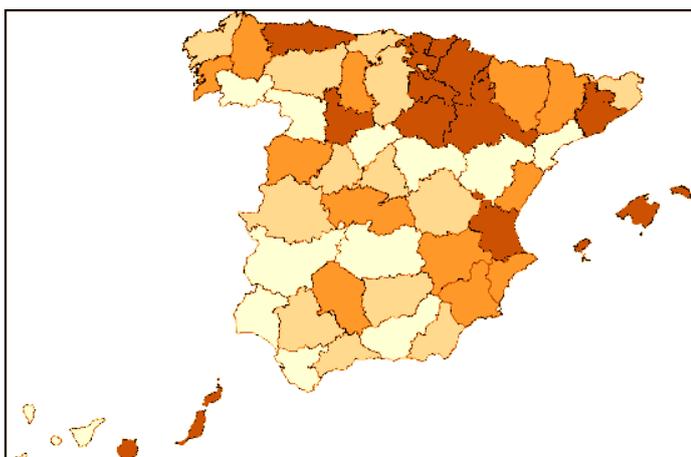
Granada o Málaga, y Ávila y Ciudad Real se mueven persistentemente entre el primer y segundo cuartil.

Este resultado, a diferencia de lo que se podía esperar, indica que las provincias con mayor número de concursos en relación con el número de empresas son aquellas que más contribuyen al PIB, con la excepción de Madrid.

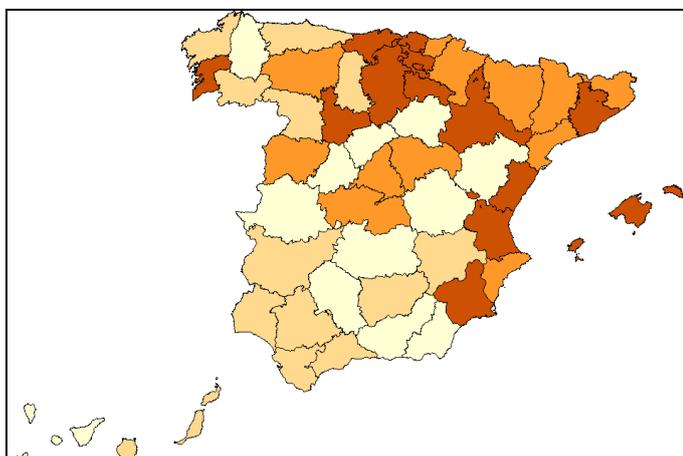
En la industria se obtienen resultados muy similares a los globales. Se observa que el citado eje divisorio noroeste-sureste está incluso más definido para este sector. Esta distribución tiene un comportamiento muy correlacionado con la distribución geográfica de la industria a lo largo del territorio español (figuras 4 a 6).

Para el sector de la construcción el patrón es muy diferente al que presentaba la distribución del concurso de acreedores tanto a nivel global como en el sector industrial. En este caso se observa, desde el comienzo de la crisis, como la concentración de concursos parece desplazarse en cierta medida desde el norte del país hasta el sur y costa este. Esto último es un importante aspecto distintivo del comportamiento de los concursos en este sector. Se hace patente la importancia que este sector ha tenido sobre todo en la costa mediterránea con respecto al conjunto del país (figuras 7 a 9).

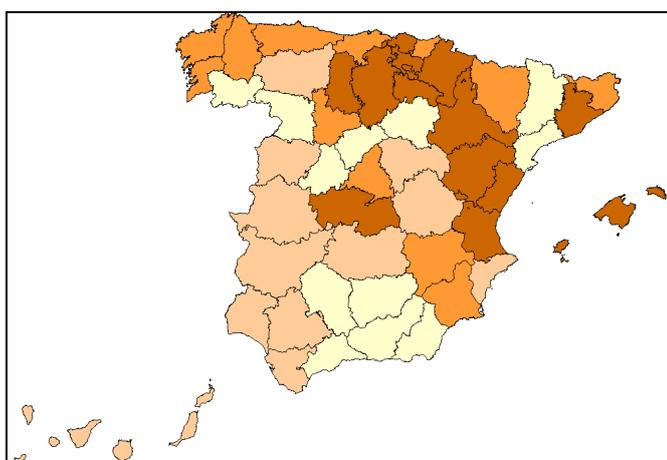
**Figura 1: Mapa cuartiles empresas concursadas sobre total de empresas 2005<sup>4</sup>**



**Figura 2: Mapa cuartiles empresas concursadas sobre total de empresas 2009**

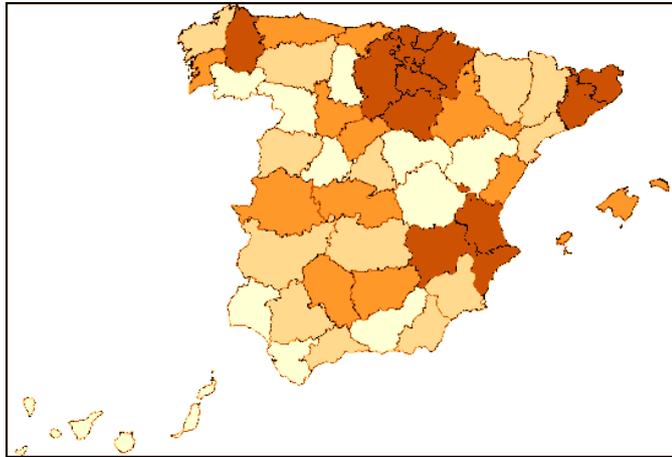


**Figura 3: Mapa cuartiles empresas concursadas sobre total de empresas 2013**

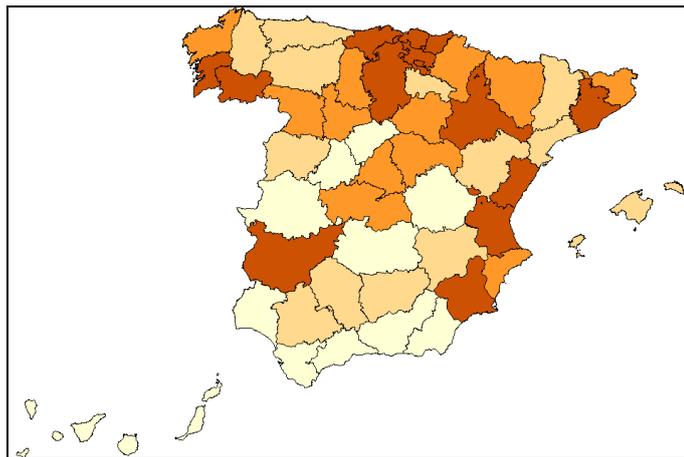


<sup>4</sup> Fuente: Elaboración propia. El color más claro pertenece al primer cuartil (menor concentración de concursos de acreedores –términos relativos-) y el más oscuro pertenece al cuarto cuartil (mayor concentración de concursos de acreedores –términos relativos-).

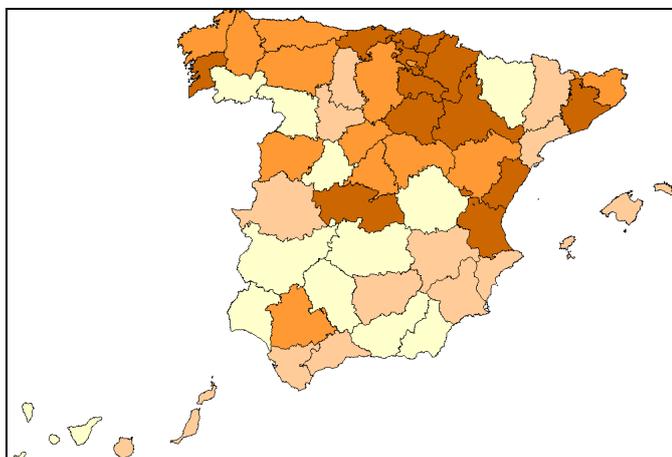
**Figura 4: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector industrial sobre número de establecimiento del sector 2005**



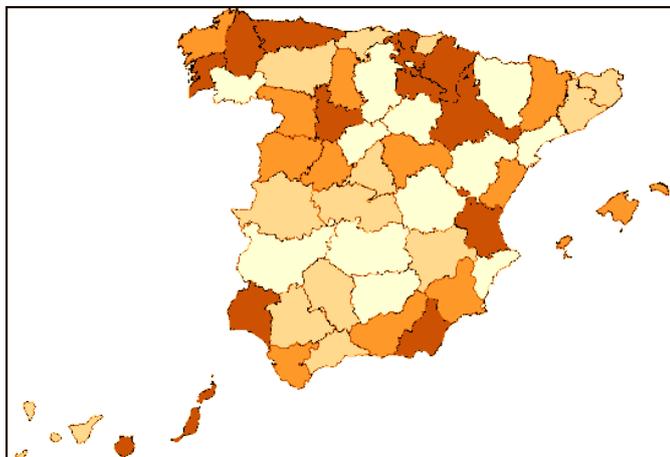
**Figura 5: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector industrial sobre número de establecimientos del sector 2009**



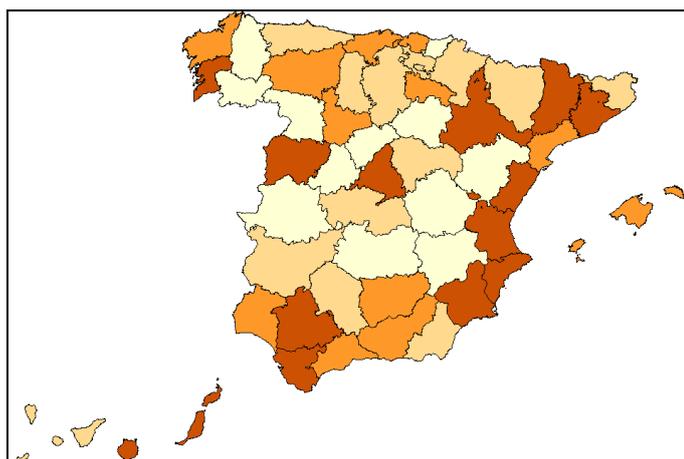
**Figura 6: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector industrial sobre número de establecimientos del sector 2013**



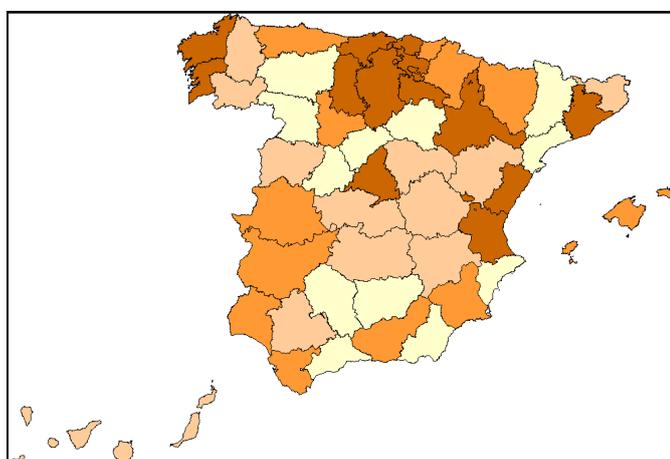
**Figura 7: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector de la construcción sobre número de establecimientos del sector 2005**



**Figura 8: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector de la construcción sobre número de establecimientos del sector 2009**

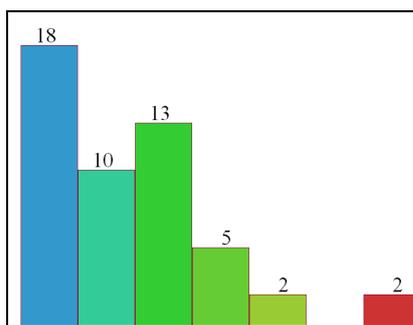


**Figura 9: Mapa cuartiles empresas concursadas en el sector de la construcción sobre número de establecimientos del sector 2013**

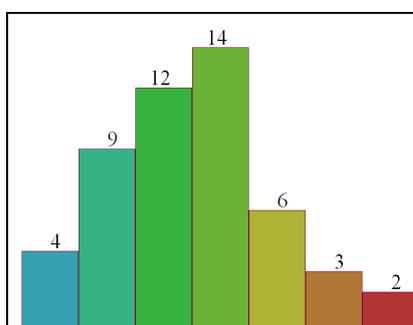


El histograma clasifica la variable en siete categorías. Sobre cada barra aparece el número de provincias que se encuentra en cada categoría (figuras 10 a 12). El análisis del histograma analiza si la función de densidad de la variable se aproxima o no a una normal (presentamos sólo el histograma para los años 2005, 2009 y 2013, siguiendo la misma argumentación que en el apartado anterior). Los datos obtenidos ponen de manifiesto el papel determinante de la crisis económica española sobre la declaración de los concursos de acreedores, ya que a partir del año 2009 el histograma revela un cambio hacia una distribución normal con la aparición de la crisis. Hemos realizado el mismo análisis para los sectores industria y de la construcción y constatamos que si bien el corrimiento hacia la normalidad se produce a nivel global y para el sector de la construcción en el 2008, en el caso del sector industrial comienza a producirse en el 2009. Esto puede explicarse en el hecho de que en el sector industrial las repercusiones negativas de la crisis se han visto más tarde que a nivel global (figuras 10 a 12).

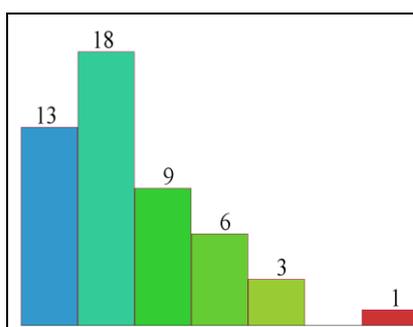
**Figura 10: Histograma empresas concursadas sobre total de empresas 2005<sup>5</sup>**



**Figura 11: Histograma empresas concursadas sobre total de empresas 2009**



**Figura 12: Histograma empresas concursadas sobre total de empresas 2013**



Estos resultados dan una mayor fuerza explicativa a los mapas de cuartiles vistos anteriormente ya que el valor explicativo de los mismos se reduce en la

<sup>5</sup> Fuente: Elaboración propia. Refleja el número de provincias en cada intervalo de número de concursos de acreedores en términos relativos.

medida que la distribución de los concursos de acreedores hubiera estado muy alejada de la distribución normal (Cliff y Ord, 1981).

La mayor normalidad a partir del año 2009 se podría achacar a la generalización del fenómeno del fracaso y no a la singularidad de éste en épocas de bonanza que se motiva por causas muy localizadas y particulares. La generalización del fenómeno hace que sus causas exógenas pesen más que las endógenas a la hora de provocar el fracaso empresarial y pase a tener un comportamiento mucho más parecido al de una distribución normal desde un comportamiento anterior claramente más errático.

### **2.3.2 Resultados del Análisis de Dependencia: Autocorrelación Espacial y Espacio-Temporal.**

El análisis de dependencia o autocorrelación espacial se realiza utilizando el índice I de Moran global. Para su cálculo se utilizó la matriz de pesos con criterio de vecindad de primer nivel tipo reina, que es aquel que considera vecinas a las provincias que comparten un borde o vértice (Sánchez, 2004; Anselin, 2005; Sánchez, 2008). Tras un primer resultado se excluyeron los valores extremos, lo que no varió el resultado del índice y se aplicaron 999 permutaciones. La tabla 4 muestra los I de Moran obtenidos a nivel global y de los sectores industrial y de la construcción, por separado, así como su nivel de significatividad.

**Tabla 4: Autocorrelación espacial a nivel global, del sector industrial y del sector de la construcción**

Años	Global	Índice de Moran	
		Sector Industrial	Sector de la Construcción
2005	0,2619***	0,3160***	-0,0043
2006	0,4031***	0,4121***	0,0227
2007	0,0407	0,1129*	0,0702
2008	0,0366	0,1012*	0,0209
2009	0,0894	0,2830***	-0,0288
2010	0,1182*	0,1798**	-0,0472
2011	0,0649	0,1547**	-0,0641
2012	0,1297*	0,2962***	0,0613
2013	0,2042***	0,2757***	0,1250*

\* $p < 0,10$ ; \*\* $p < 0,05$ ; \*\*\* $p < 0,01$

Fuente: Elaboración propia

Los resultados del I de Moran muestran que existe contagio positivo en el concurso de acreedores para la muestra global, evidencia similar a la de Lee y Poon (2014) que encuentran contagio en el fracaso para una muestra de empresas cotizadas de 30 países, si bien es solamente significativo de manera clara antes de la crisis y posteriormente en algunos momentos de la misma pero sólo al nivel del 90%, con excepción del año 2013. Una explicación podría venir por el hecho de que en situaciones de crisis cobran mayor relevancia las causas externas que inciden en el fenómeno del fracaso y éstas, al ser globales, hacen que la incidencia o no de concursos de acreedores en las provincias cercanas pierda significatividad relativa ante la generalización del fracaso, no pudiendo determinarse la existencia de contagio en algunos periodos o simplemente que su influencia relativa no resulte suficientemente fuerte.

Para el sector industrial se puede rechazar la hipótesis nula anteriormente expresada, es decir, la evidencia muestra que las provincias con un elevado número de concursos de acreedores se encuentran rodeadas de otras provincias en las que el número también es elevado, y viceversa. En este caso, en el que se produce una concentración del número de concursos en una zona geográfica concreta, se dice que existe contagio positivo significativo, lo que nos indica que el número de concursos de acreedores de una zona geográfica

es influido por el número de concursos de sus vecinas. Observamos que este resultado está en línea con el argumento de Jorion y Zhang (2009) de que el contagio en el sector industrial debe ser más fuerte que para el resto de sectores. Vista la alta significatividad del efecto contagio para el sector industrial, y dado que, como veremos a continuación, el sector de la construcción no presenta contagio, podemos afirmar que es la industria la que traslada su efecto contagio al ámbito global<sup>6</sup>. Dado que se verifica contagio antes y después de la crisis, la evidencia parece revelar que la situación económica general no resulta determinante a la hora de definir la existencia o no de contagio en este sector. Los resultados muestran que no se produce contagio en el sector de la construcción, con excepción de una significatividad al 10% en el año 2013, es decir, no podemos rechazar la hipótesis nula, por lo tanto, su comportamiento no resulta suficientemente afectado por lo que ocurre en las provincias cercanas.

### 2.3.3 Autocorrelación Espacio-Temporal.

En la tabla 5 se presenta el I de Moran que muestra la correlación espacio-temporal interna, es decir, cómo afecta a una provincia determinada en el periodo “t+1” lo que ocurre en sus provincias vecinas en el momento “t”.

Tabla 5: Correlación espacio-temporal (I de Moran)

Años	Global	Sector Industrial	Sector de la Construcción
2005-06	0,3289***	0,3737***	0,0497
2006-07	0,1520**	0,2019***	0,0824
2007-08	0,0455	0,1435**	0,0431
2008-09	0,1238	0,1415*	0,0289
2009-10	0,0868	0,2103***	-0,0146
2010-11	0,116	0,1977***	-0,0332
2011-12	0,086	0,2032***	-0,0178
2012-13	0,1665***	0,2629***	0,0456

\*p<0,10; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

Fuente: Elaboración propia

<sup>6</sup> Hemos realizado el análisis de la autocorrelación espacial para el resto de sectores, sin encontrar efecto contagio significativo.

Los resultados de la correlación espacio-temporal son similares a los del análisis de la correlación espacial. Así, para los años en los que había contagio en el año  $t$ , los resultados muestran que ese contagio positivo se suele verificar también para el periodo  $t+1$ . Esta evidencia da cuenta del hecho de que este efecto pernicioso se prolonga en el tiempo, más allá de un plazo estrictamente corto. Al igual que en la correlación espacial, esta dañina influencia se da sobre todo para el sector industrial, que es el que parece dotar de significatividad a la muestra global. En esta última el contagio positivo es claramente significativo para los años inmediatamente anteriores al estallido de la crisis y para el último año. El sector de la construcción alterna valores positivos y negativos para el periodo estudiado, siendo siempre no significativos. El hecho de que a partir del año 2008 se siga produciendo contagio positivo significativo a nivel industrial pero ya no se traslade al nivel global indica que el impacto del sector de la construcción es cada vez mayor para esos últimos años, trasladando su ausencia de contagio al nivel global (excepto para el contagio entre los años 2012 y 2013).

Concluyendo, este estudio ha puesto de manifiesto, a diferencia de lo esperado *a priori*, que la mayor concentración de concursos de acreedores se da en las provincias con mayor actividad económica y más industria y corrobora la existencia del contagio fracaso empresarial y que éste se da principalmente en el sector industrial.

**CAPÍTULO 3:**

**MODELIZACIÓN DE LA**

**INEFICIENCIA DEL**

**PROCEDIMIENTO CONCURSAL A**

**TRAVÉS DE LOS COSTES DE**

**AGENCIA**

En el presente capítulo se analizarán las variables que determinan la ineficiencia del concurso de acreedores. Esta investigación resulta necesaria por la trascendencia que en la economía tiene el concurso de acreedores. Para ello se compararán los principales ratios financieros entre las empresas que concluyen el concurso de acreedores en convenio con los acreedores, lo que supone el éxito del procedimiento concursal, y las que acaban en liquidación. Así mismo, se estudia el efecto que sobre este resultado tienen los costes de agencia pudiendo afirmarse que dichos costes de agencia afectan al mismo.

En las empresas en procedimiento legal de insolvencia la dirección de la misma es intervenida, o en su caso sustituida, por el administrador concursal y tutelada judicialmente y queda sometida a una normativa particular que difiere de la mercantil. En este contexto resulta de interés analizar la eficiencia identificando las variables que afectan al procedimiento concursal español desde la perspectiva de la configuración del nuevo gobierno corporativo con especial interés sobre los costes de agencia que pudieran producirse.

Tras estudiar en los capítulos precedentes la estadística descriptiva que publica el Colegio de Registradores de España y el Instituto Nacional de Estadística (INE), la literatura del fracaso empresarial y del concurso de acreedores, así como su marco normativo y el análisis espacial y del contagio, en este capítulo se estudiará el posible impacto que sobre el fracaso empresarial tienen los costes de agencia y la posible ineficiencia judicial. Para ello se plantean una serie de hipótesis que se han contrastado mediante un trabajo empírico.

### **3.1 INEFICIENCIA DEL PROCEDIMIENTO CONCURSAL**

---

Desde la puesta en marcha en España de la nueva legislación de insolvencias (Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal) muchos han sido los estudios que han tratado de analizar la eficiencia de los procedimientos concursales (López, García y Torres, 2011; Urquía, Camacho y Pascual-Ezame, 2011; Aysun, 2015).

La nueva Ley 22/2003, concursal, implantó en España un nuevo proceso en la gestión legal de la insolvencia empresarial que pretendía ser más ágil estableciendo la reducción de plazos, entre otras medidas. La ley concursal establece un sistema de carácter imperativo para que, mediante la tramitación ante un juez especializado, los acreedores vean satisfechos sus créditos en caso de no poder salvar la empresa. En este sentido este procedimiento debería ser eficaz posibilitando que los deudores concursados que fueran económicamente viables finalizaran en convenio y pudieran así continuar su actividad reorganizando su estructura financiera; o, por el contrario, aquellos deudores concursados que no fueran viables económicamente deberían liquidarse, todo ello en el menor plazo posible y con el menor coste (Urquía *et al*, 2011).

La estadística descriptiva existente en materia concursal y las manifestaciones hechas por el legislador en la exposición de motivos en las sucesivas reformas hechas de la ley concursal ofrecen evidencias de que el procedimiento concursal en términos generales ha fracasado. De hecho, de acuerdo con los datos publicados en el Anuario de Estadística Concursal editado por el Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles, en el año 2016 del total de empresas en concurso sólo el 6,12% terminaron en convenio siendo el 93,88% de ellas las que concluyeron en liquidación, la gran mayoría tras la fase común (80,40%), es decir, no pidieron liquidación en la solicitud de concurso porque estimaban que la empresa era viable económicamente y por lo tanto susceptible de reorganización, lo que pone de manifiesto la ineficiencia del proceso concursal para salvar las empresas en crisis. Cifras muy similares se pueden apreciar desde el año 2006 (ver tabla 6).

Tabla 6: Número de concursos de acreedores por conclusión

Conclusión del procedimiento	MEDIANA		2016		2015		2014	
	Número empresas	Porcentaje sobre todas concursadas						
Convenio	182	6,42%	182	6,12%	277	7,48%	344	7,53%
Liquidación	2.633	92,87%	2.793	93,88%	3.424	92,52%	4.224	92,47%
Liquidación tras concluir convenio	310	10,93%	237	7,97%	269	7,27%	310	6,79%
Liquidación tras convenio aprobado	80	2,82%	164	5,51%	181	4,89%	190	4,16%
Liquidación tras fase común	774	27,30%	2.392	80,40%	2.974	80,36%	3.724	81,52%
<b>TOTAL</b>	<b>2.835</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.975</b>	<b>100,00%</b>	<b>3.701</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.568</b>	<b>100,00%</b>

Conclusión del procedimiento	2013		2012		2011		2010	
	Número empresas	Porcentaje sobre todas concursadas						
Convenio	294	5,95%	227	5,05%	202	7,13%	142	5,79%
Liquidación	4.647	94,05%	4.272	94,95%	2.633	92,87%	2.311	94,21%
Liquidación tras concluir convenio	4.218	85,37%	3.372	74,95%	706	24,90%	1.704	69,47%
Liquidación tras convenio aprobado	167	3,38%	126	2,80%	80	2,82%	23	0,94%
Liquidación tras fase común	262	5,30%	774	17,20%	1.847	65,15%	584	23,81%
<b>TOTAL</b>	<b>4.941</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.499</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.835</b>	<b>100,00%</b>	<b>2.453</b>	<b>100,00%</b>

Conclusión del procedimiento	2009		2008		2007		2006	
	Número empresas	Porcentaje sobre todas concursadas						
Convenio	144	9,57%	50	8,05%	43	7,80%	40	8,39%
Liquidación	1.361	90,43%	571	91,95%	508	92,20%	437	91,61%
Liquidación tras concluir convenio	288	19,14%	127	20,45%	112	20,33%	362	75,89%
Liquidación tras convenio aprobado	26	1,73%	32	5,15%	6	1,09%	5	1,05%
Liquidación tras fase común	1.047	69,57%	412	66,34%	390	70,78%	70	14,68%
<b>TOTAL</b>	<b>1.505</b>	<b>100,00%</b>	<b>621</b>	<b>100,00%</b>	<b>551</b>	<b>100,00%</b>	<b>477</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Elaboración propia con los datos del Anuario de Estadística Concursal del Colegio de Registradores (2006-2016).

Partiendo de que el objetivo del procedimiento concursal es la supervivencia de la empresa a través del convenio y, subsidiariamente, resarcir de la mejor manera posible a los acreedores a través de la liquidación, una empresa puede acabar en liquidación por múltiples factores, pero el motivo irresoluble es la inviabilidad económica del negocio. Por lo tanto, este suceso es independiente del propio procedimiento concursal. Sin embargo, también puede ocurrir que la empresa sea económicamente viable y el procedimiento no haya propiciado la correcta resolución de la inviabilidad financiera por lo que el negocio acaba quebrando. Este caso es dependiente del procedimiento concursal y, por consiguiente, debe atribuirse al fracaso del procedimiento concursal en la consecución de su objetivo.

Otro aspecto a tener en consideración es que a pesar de que el número de concursos de acreedores ha crecido desde el comienzo de la crisis, España sigue teniendo una tasa muy baja respecto a otros países, por ejemplo, en 2010, la tasa de declaraciones de concurso para España fue de 15 por cada

10.000 empresas frente a las 88 de Japón, 89 de Alemania, 98 de Estados Unidos, 137 del Reino Unido y los 217 de Francia (García-Posada y Mora-Sanguinetti, 2012). Estos datos podrían estar reflejando la reticencia para utilizar el procedimiento concursal como instrumento para salir de una situación de crisis financiera por parte de las empresas españolas. Esto podría explicar también por qué los acreedores hacen más uso de la ejecución de las garantías sobre inmuebles afectos al negocio de la empresa, convirtiéndose el sistema hipotecario, de facto, en un sistema alternativo en la gestión de la insolvencia por la mayor protección que ofrece a los acreedores y su mayor velocidad en la gestión de las quiebras (Celentani, García-Posada y Gómez, 2012).

Son muchos los autores que ya han puesto de manifiesto la ineficiencia del proceso, bien sea por la mala definición de los plazos (Martínez, 2008), de los acuerdos de refinanciación (Ara, 2014), la forma de definir la insolvencia (Camacho-Miñano, Pascual-Ezame y Urquía-Grande, 2013) o la baja protección de los acreedores (Celentani *et al.*, 2012), entre otros.

Los problemas de insolvencia empresarial y los mecanismos de resolución establecidos en la normativa concursal pueden influir en las decisiones financieras de las empresas y de los inversores, lo que lleva a disminuir la eficiencia de la empresa y de la gestión del proceso en caso de entrar en concurso de acreedores. En este sentido, la literatura identifica tres tipos de eficiencia (López *et al.*, 2011; López, Torre y Sanfilippo, 2012):

- Eficiencia *ex ante*: trata de evitar que el deudor tome decisiones en contra de los intereses de los acreedores, incentivando el cumplimiento de la devolución de la deuda. Estas decisiones suponen costes que se dan antes de que se produzca el concurso.
- Eficiencia intermedia: Trata de maximizar el valor de las empresas con dificultades financieras antes de que declaren su situación de insolvencia.

- *Ex post*: Esta eficiencia se persigue una vez que la empresa ha entrado en el procedimiento concursal. Se conseguirá cuando como resultado del procedimiento se logre maximizar el valor de la empresa insolvente.

El espíritu de la normativa actual es el de incrementar la eficiencia del proceso (*ex post*) si bien algunos autores apuntan a que la mala gestión del mismo en la práctica, así como la mala gestión de la eficiencia en momentos previos a la declaración del concurso (*ex ante* e intermedia) derivan en que, en España, más del 90% de las empresas terminen en liquidación (Almazor, 2016). Así, la existencia de información incompleta, la distinta aversión al riesgo de las partes implicadas y la aparición de costes de adhesión al convenio (con la quita y la espera) pueden provocar que el sistema que busque maximizar la eficiencia *ex ante* incentive la liquidación de empresas a pesar de que su valor en funcionamiento sería mayor que el de liquidación y, por lo tanto, hacer que aparezcan ineficiencias *ex post* en el proceso (López *et al.*, 2011).

También la falta de atención hacia las ineficiencias en la fase intermedia podría estar detrás de la poca capacidad de recuperación que han presentado los distintos procedimientos de reestructuración (Couwenberg, 2001). Además, la asimetría de información e imperfecciones en el mercado como consecuencia del proceso de liquidación de las empresas inviables y la retracción de recursos productivos hacia otros usos supone un alto coste para las empresas (Camacho-Miñano *et al.*, 2013).

Algunos autores han puesto de manifiesto la importancia de establecer mecanismos que permitan la continuidad de las empresas económicamente viables, mediante la existencia de procedimientos que faciliten la negociación de los distintos agentes implicados y que eviten liquidaciones que resulten ineficientes desde un punto de vista económico (López *et al.*, 2011).

Urquía *et al.* (2011) defienden que una ley concursal eficiente debería ser aquella que ayudara a las empresas viables económicamente a salir de la crisis financiera y liquidara aquellas que no sean viables desde el punto de vista económico, en el menor tiempo posible y minimizando los costes del proceso. Estos autores hacen una revisión de los trabajos que analizan la

eficiencia del proceso clasificándolos en función del punto de vista al que se aproximan a la misma en:

- Momento del tiempo en el que se analiza el proceso concursal: *Ex ante*, durante y *ex post*.
- Defensa de una de las partes implicadas en el proceso por la legislación: ¿el proceso concursal incentiva al deudor (este es el caso de la legislación de Estados Unidos) o incentiva al acreedor (como en Gran Bretaña y Alemania)?
- Así mismo, clasifican los estudios sobre procedimientos concursales a nivel internacional en tres grandes grupos:
  - Aquellos que intentan predecir el fracaso a través de indicadores.
  - Los que analizan los costes del proceso y sus efectos.
  - Los que se centran en la eficiencia de la legislación concursal.

El presente trabajo se enmarca en el tercer grupo y define como fracaso del procedimiento concursal el hecho de que la empresa no alcance el convenio, no entrando a comprobar si el hecho de que la empresa que termina en liquidación se debe a que la empresa es viable económicamente, pero con graves dificultades financieras o por el contrario se debe exclusivamente al hecho de que la empresa es financieramente inviable. Esta manera de obrar viene sustentada en el hecho de estar previsto por la ley concursal la opción de pedir en la propia solicitud del concurso la liquidación para los casos donde el negocio es económicamente inviable, y además también se prevé en el citado texto legal el solicitar la liquidación en cualquier momento de la fase común, tanto por el deudor concursado como por el administrador concursado, si se desprende de los informes y la información obtenida la inviabilidad económica.

Abundando está el hecho de que los concursos necesarios, que son aquellos que son instados por los acreedores, tienen una mediana, desde la entrada en vigor de la ley concursal hasta el tercer trimestre de 2016, del 6,05% del total de los concursos (ver tabla 7). El incentivo de un acreedor para solicitar el concurso de acreedores es ver convertido su crédito en privilegiado, que el

órgano de administración de la empresa sea sustituido por el administrador concursal y que se liquide cuanto antes la empresa para evitar el deterioro que los activos pueden sufrir por continuar con la actividad en una empresa inviable y cuyo deudor pospone la solicitud del concurso para poder seguir cobrando la retribución en detrimento del valor patrimonial de la empresa.

**Tabla 7: Tipo de concurso voluntario/necesario**

MEDIANA		
Tipo concurso: Voluntario	Tipo concurso: Necesario	TOTAL
1.350	87	1.437
93,95%	6,05%	100,00%

INE 2004Q4 a 2016Q3

Fuente: Elaboración propia a partir de la Estadística Procedimiento Concursal INE

Distintos trabajos han propuesto contrastar la indicada ineficiencia del procedimiento concursal tratando de identificar en qué forma los ratios contables nos ayudan a predecir, sin necesidad de llegar al procedimiento concursal, la posibilidad de supervivencia de la empresa (Camacho-Miñano, Segovia-Vargas y Pascual-Ezama, 2015). Esta ineficiencia *ex ante* e intermedia podrían reflejarse en una diferente situación económico-financiera entre las empresas que concluyen de manera eficiente su proceso concursal (convenio) y las que no (liquidación). Basándonos en estos estudios se plantea la siguiente hipótesis:

**H<sub>1</sub>:** *Las empresas que finalizan el procedimiento concursal en convenio presentan mejores valores en el momento de inicio del concurso para los ratios de liquidez, solvencia, rentabilidad y rotación, frente a las que finalizaron en liquidación.*

A lo anterior hay que añadir dos factores, la edad y el tamaño, porque según distintos autores estas dos variables pueden determinar el mayor o menor

problema de información asimétrica y por tanto la mejor o peor situación financiera (Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2012) o influir en su mayor o menor capacidad para crecer (Jovanovic, 1982).

### **3.2 COSTES DE AGENCIA Y EFICIENCIA DE LOS JUZGADOS**

---

Antes de hablar directamente de los costes de agencia se relatará, aunque sea esquemáticamente en algunos casos, cuales son los factores que provocan situaciones en las que puede haber costes de agencia asociados al proceso de liquidación o simplemente hablaremos de los determinantes que resultan en situaciones financieras específicas, que marcan el contexto en el que se encuentra la empresa antes y durante el proceso concursal, como pueden ser las imperfecciones en el proceso de financiación, el problema de información asimétrica y la existencia de costes directos e indirectos asociados al proceso de liquidación.

Respecto a las imperfecciones en el mercado de crédito una de las más comunes es la información asimétrica entre prestadores y prestatarios. Esto es especialmente cierto en las empresas más pequeñas. Como consecuencia, los prestamistas no conocen el valor real de los proyectos de inversión propuestos por las empresas más pequeñas y no pueden estar seguros de cómo los fondos propuestos serán aplicados. Esto está principalmente causado por la pobre calidad de la información financiera producida por las empresas más pequeñas. La falta de confianza por parte de las instituciones de crédito redundará en mayores primas de riesgo, que atraen a su vez a los proyectos de más riesgo. En este sentido, la rentabilidad final para los créditos de las instituciones de préstamos a las empresas más pequeñas es socavada. Por ello las instituciones de crédito deben compensar este incremento del riesgo solicitando garantías que son a menudo mayores que la disposición de activos. Como resultado, los prestamistas a menudo racionan los fondos disponibles a un nivel de intereses dado y sólo financian aquellos proyectos que ofrecen suficientes garantías, al margen de la rentabilidad del proyecto.

La información asimétrica impacta en la operativa de las empresas, principalmente en las PYMEs, de dos maneras: 1) Existencia de racionamiento del crédito y 2) política financiera acorde con los argumentos de la Teoría del Orden Jerárquico (*Pecking Order Theory* en inglés) que implica un ranking de preferencia en la selección de la estructura de capital, las empresas preferirán primero los beneficios retenidos, después la deuda en sus distintas formas y en último lugar las ampliaciones de capital (López y Aybar, 2000; Sánchez-Vidal y Martín-Ugedo, 2005).

Respecto a los costes administrativos asociados al propio procedimiento concursal la literatura ha puesto de manifiesto la importancia de dichos costes como determinantes de la política financiera de la empresa y por tanto de la combinación óptima entre la deuda y la financiación con recursos propios (Ang, Chau y McConnell, 1982), ya que a mayor impacto de estos costes, menor atractivo de la deuda, sobre todo cuando ésta se encuentre o pudiera encontrar en el futuro en niveles altos en la empresa. Ang *et al.* (1982) identifican tres tipos de costes del procedimiento concursal potencialmente relevantes para la empresa:

- Los gastos administrativos directos del procedimiento concursal: honorarios de la administración concursal, abogados, notarios y registros, etc.
- El déficit en el valor realizado cuando los activos son vendidos en liquidaciones (minusvalía de los activos) o los costes asociados a la implantación del convenio y los costes de reestructuración.
- La pérdida de crédito fiscal (*tax credits*) que la empresa podría haber recibido de no haber ido a la bancarrota, que sólo es realizable mediante la compensación con beneficios futuros.

Sin embargo, otros autores como Haugen y Senbet (1988) argumentan que los únicos costes de estar en concurso relevantes para determinar la estructura de capital óptima de la empresa son los costes administrativos directos del procedimiento. Previo a la solicitud del concurso, esto es, ante las decisiones de liquidación/inversión, los costes indirectos de la reorganización y la pérdida

de crédito fiscal que ocurren ante la disolución de la empresa son también relevantes.

En diferentes ámbitos de la investigación en economía y empresa, y de manera señalada en finanzas pero también, por ejemplo, en Contabilidad o en el propio ámbito del derecho mercantil, se contempla la posibilidad de aparición de los costes de agencia. Una relación de agencia se da cuando por alguna relación contractual o de otra naturaleza un agente económico denominado “principal” para la satisfacción de su interés requiere de la actividad de un “agente” (Stucchi y Raygada, 2011). Ante la existencia de incentivos económicos entre los distintos agentes, la literatura sobre la relación de agencia y sus costes asociados plantea la existencia de problemas en la relación agente-principal. El problema aparece entonces cuando los intereses de ambos no coinciden. En un contexto de empresa en funcionamiento normal, estas diferencias pueden aparecer por diferencias entre el acreedor y los accionistas, entre el acreedor y los directivos o entre los accionistas y los directivos.

Haugen y Senbet (1988) pusieron de manifiesto la dificultad de resolver los problemas asociados a los costes de agencia también para el caso del fracaso empresarial y los procedimientos judiciales que conlleva y las potenciales relaciones causa-efecto entre liquidación y concurso de acreedores. Teniendo en cuenta la existencia de costes directos-indirectos y la posible existencia de costes de agencia, estos autores identifican cuatro tipos de costes asociados al concurso de acreedores.

El primer tipo engloba los costes del proceso concursal como las tarifas de los abogados, contables y/o fideicomisos. El segundo tipo recoge el coste por el problema de los “*free rider*” (polizones). Esta ineficiencia se explica porque la actitud de los obligacionistas provoca costes cuando algunos de ellos rechazan vender sus participaciones al precio ofrecido en un intento de mejorar su posición. El tercero son los costes indirectos de estar en concurso de acreedores como son la ruptura que ocurrirá en las relaciones que existen entre la empresa y sus clientes, sus empleados y sus proveedores. Incluyen, además, reducción en la demanda del producto como resultado de los temores

de los clientes sobre las dificultades en el servicio futuro, el incremento en el coste de los *input* como resultado del deterioro de la relación entre la empresa y sus proveedores y la marcha de personal clave a otras empresas.

El cuarto tipo hace referencia a la asimetría de la información y al riesgo de sospecha mutua de mala praxis por los distintos agentes con intereses económicos en la empresa en concurso. Puede haber un coste al confundir, por ejemplo, las decisiones de estructura de capital con los costes asociados a la liquidación, lo cual puede llevar a la liquidación. La asimetría en la información puede también, bajo determinadas circunstancias, llevar a que los costes del concurso de acreedores terminen actuando como un drenaje de los fondos de la empresa por parte de los accionistas. La fuente del problema es que los accionistas no liquidarían voluntariamente la empresa, incluso si el valor de liquidación excede el valor de la empresa en marcha.

En este marco de los procesos concursales y la normativa que los regula, y teniendo en cuenta el diseño organizativo elegido por el regulador para los órganos concursales (donde el administrador concursal actúa como agente del juez – principal), en una empresa concursada, además de los distintos costes de agencia habituales en una empresa sin problemas graves, pueden aparecer costes de agencia entre los acreedores y el administrador concursal, pudiéndose estar generando significativos costes de agencia que limitan la eficiencia del procedimiento (Van Hemmen, 2011).

La posibilidad de que la empresa pueda entrar en problemas financieros aumenta los costes de agencia al hacerse más patente las diferencias entre los intereses de accionistas y acreedores financieros. En este contexto, los accionistas pueden forzar la toma de decisiones ineficientes que repercutirán en una disminución del valor de mercado de la empresa (Cámara, 2015). Así, cuando las políticas de inversión son elegidas para maximizar el valor patrimonial después (*ex post*) de la declaración del concurso, el conflicto accionista-obligacionista llevará a costes de agencia (Leland, 1998). Cámara (2015) identifica tres tipos de problemas de agencia diferentes:

- La realización de proyectos de inversión arriesgados o problema de sustitución de activos (*risk-shifting*) que supone la transferencia de riqueza de obligacionistas a accionistas.
- La no realización de proyectos de inversión con VAN positivo o problema de subinversión (*underinvestment* o *debt overhang*) cuando las inversiones no reportan beneficios a los accionistas.
- El problema de la renuncia a liquidar y la toma de decisiones cortoplacistas que buscan aumentar el valor de la empresa a corto plazo pero que pueden comprometer el futuro de la empresa a largo plazo.

Para esta autora los procesos de quiebra y reorganización suponen una más de las situaciones de conflicto potencial entre accionistas y acreedores. Cuando el volumen de deuda es importante la probabilidad de que el beneficio de la empresa sea inferior al importe necesario para atender la deuda incrementa y los costes de insolvencia cobran mayor importancia. Surge entonces el problema de la renuncia a liquidar como consecuencia del orden de prelación que tienen los accionistas en el caso de que la empresa tuviera que liquidarse. Los accionistas están en último lugar en la obtención de los flujos procedentes de la liquidación de la empresa, por detrás de los créditos subordinados, por lo que a menudo resulta casi imposible que recuperen algo su inversión cuando la empresa declara el concurso de acreedores, lo que implica incentivos para evitar el cierre de la empresa para mantener los flujos futuros esperados siempre que éstos sean superiores a los que se espera obtener con la liquidación de la empresa (Cámara, 2015).

Existe literatura que relaciona la estructura financiera de la empresa con el resultado del concurso y así, las autoras Aguiar-Díaz y Ruiz-Mallorquí (2013) ponen el foco en el conflicto existente entre los distintos tipos de acreedores y la resolución del concurso concluyendo que las empresas con mayor componente de deuda bancaria aumentan la probabilidad de reorganización y por el contrario a mayor deuda comercial disminuye esta probabilidad y esto se puede deber a que los acreedores bancarios apoyan la reestructuración y la continuidad de la empresa mientras que los comerciales prefieren la

liquidación. Fisher y Martel (1995) encuentran que las empresas de Canadá con una mayor cuantía de deuda asegurada en relación con la deuda total tienen más probabilidad de ser reorganizadas.

El incentivo a la liquidación en el caso español puede venir determinado por cómo se categorizan, con distintos niveles de garantía, y por la prelación que tienen los distintos créditos. Quitando los créditos subordinados los créditos comerciales son los más desprotegidos y por ende los que menos posibilidad tienen de recuperar los fondos o parte de éstos por lo que los titulares de dichos créditos están incentivados a recuperar parte de éste a cualquier coste y a no reinvertir en la empresa con nuevos créditos, con esperas y con quitas que posibiliten la reorganización. La actual legislación concursal desincentiva la apuesta del crédito ordinario por la continuidad de la empresa.

Los directivos pueden tener incentivos a evitar la liquidación de la empresa para garantizar su continuidad en la misma e impedir perder su trabajo. Estos suelen actuar en interés de los accionistas y, en la mayoría de los casos, optarán por no liquidar la empresa, dado que los accionistas sólo participan del valor de liquidación de la empresa una vez satisfechos los compromisos con los acreedores de la empresa. Sin embargo, los acreedores, como consecuencia de su mejor posición en el reparto del patrimonio resultante en un proceso de liquidación, pueden preferir liquidar la empresa.

Dado que es probable que directivos y accionistas quieran evitar la liquidación de la empresa, es posible que tomen decisiones incorrectas para conseguir aumentar los flujos de caja (*cash flow*) de la forma más rápida posible tales como disminuir la calidad de los productos y servicios, recortar los beneficios sociales a los empleados, reducir la inversión en investigación y desarrollo, en publicidad y promoción y/o en existencias, lo que puede derivar en una pérdida de reputación y competitividad por parte de la empresa, y como consecuencia, en un menor interés por parte de los clientes de seguir confiando en la misma. Esto a su vez afectará a los costes operativos y a los costes financieros y, en última instancia, provocará la disminución del valor de las operaciones realizadas por la empresa, una reducción de su valor y, por consiguiente, de sus acciones (Cámara, 2015).

El presente trabajo se centra en los costes de agencia entre el acreedor y el administrador concursal y en el efecto de las circunstancias de éste sobre el resultado del procedimiento concursal. El interés del acreedor (principal) está en que de la liquidación del patrimonio de la empresa en concurso se pueda obtener el mayor activo líquido posible para pagar a los acreedores que lo convocan. Sin embargo, el administrador concursal (agente) espera conseguir una imagen de eficiencia en su actividad como medio para conseguir otros contratos de reestructuración y nombramientos por parte de los jueces de lo mercantil, así como obtener la mayor contraprestación posible por el servicio prestado en el proceso concursal (Stucchi y Raygada, 2011).

Extrapolando esta teoría de costes de agencia al particular caso del concurso de acreedores y en este contexto, factores como la pertenencia del administrador concursal a una de las empresas del Big4 así como el nivel de retribución pueden ser determinantes para que el procedimiento concursal finalice con liquidación o convenio, como se explicará a continuación.

Las Big4 son compañías internacionales que prestan sus principales servicios en tres áreas separadas y legalmente estancas (desde el escándalo Enron con Price Waterhouse que la llevó a la extinción) que son la consultoría, la auditoría y la administración concursal. En base a la literatura existente sobre las diferencias en la calidad del servicio entre las Big4 y el resto de los profesionales, siendo ésta extensa en el caso de la auditoría de cuentas, se ha tratado de identificar las diferencias en la forma de actuar por los profesionales de las Big4 respecto al resto en la forma de gestionar el procedimiento concursal. Así, en los casos en los que la empresa es auditada por auditores no pertenecientes a las Big4 los acreedores tienden a preferir la liquidación como resolución de las dificultades financieras, siendo esta resolución menos común entre las empresas auditadas por las Big4.

Los auditores de alta calidad mejoran la calidad de la información contable y eso reduce los problemas de la asimetría en la información entre la empresa y sus acreedores. La explicación propuesta para la correlación negativa entre la calidad de la auditoría y la probabilidad de liquidación es que la elección de un auditor de calidad es señal de la credibilidad de los acreedores hacia los

gestores, por lo que se podría hablar de unos menores costes de agencia de administración concursal percibidos. Si los acreedores están a punto de renovar préstamos, extender el plazo de éstos o financiar futuras existencias de la empresa podrían preocuparse si la empresa lleva a cabo acciones que beneficien a los accionistas a expensas de sus beneficios futuros. La posibilidad de engañar a los acreedores es potencialmente mayor si una empresa ha sido auditada por un auditor de baja calidad, ya que incrementa la probabilidad de maquillar los ingresos (Sundgren, 2009).

A lo anterior hay que sumar que los informes de auditoría presentan diferencias significativas entre firmas de auditoría de distintos tamaños. Son las Big4 las que difieren en comparación al resto, anticipando los problemas de viabilidad varios meses antes que otras firmas. Su mayor capacidad y sus mayores recursos para obtener información les permiten adelantarse a poner de manifiesto problemas de viabilidad futura, incluso si la solicitud concursal no se produce hasta tiempo después, convirtiendo el informe de auditoría en una herramienta para la evaluación del riesgo de insolvencia empresarial (Muñoz, Camacho y Pascual, 2017).

Asimismo, las Big4 tienen un gran interés por preservar su reputación en el mercado y una mayor preocupación por el riesgo de litigio por los elevados costes en los que pueden verse inmersos a causa de dichos procesos (Aguar y Díaz, 2015). La reputación de las Big4 estaría actuando en este caso como factor coadyuvante para alinear los intereses de principal y agente. Si el administrador concursal pudiera tener otros intereses que condujeran a un alargamiento del concurso o a una no buena resolución del mismo, la búsqueda o el mantenimiento de la reputación servirán para neutralizar dichos objetivos divergentes. Para el caso de los administradores concursales se plantea la siguiente hipótesis:

**H<sub>2</sub>:** *Un procedimiento concursal gestionado por una Big4 incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

Para profundizar más en la influencia que el administrador concursal tiene en el resultado también se plantea otra hipótesis relacionada que explicamos a continuación. El administrador concursal es el que toma el control de la

empresa para organizar el plan de liquidación o reorganizar la empresa en interés de los acreedores, esto es, a lo largo del procedimiento concursal presenta la que, según su perspectiva, es la opción más favorable, y los acreedores eligen aceptar o rechazar el plan. Surgen entonces conflictos de interés porque el administrador, como parte más informada, considera en su propuesta, de convenio o liquidación, riesgos de responsabilidad personal y problemas de reputación que están más allá del alcance de los acreedores (Frieden, Wielenberg, Gassen, Gehrig, Schiller, Schneider y Simons, 2017). A esto podrá afectar, igualmente, la retribución que, según el sistema establecido, va a percibir el administrador concursal en función de cuál sea la resolución del concurso. La retribución del administrador concursal se determina por unos aranceles (Real Decreto 1860/2004, de 6 de septiembre) que fijan fundamentalmente el importe en función de un porcentaje del activo más un porcentaje del pasivo del deudor concursado para la fase común.

La eficiencia del procedimiento concursal depende, entre otras causas, de la eficiencia del administrador concursal y, por consiguiente, el régimen de retribución de éste conseguirá una mayor o menor eficiencia (López y Llebot, 2015). A mayor retribución mayor incentivo del administrador concursal para realizar eficientemente sus funciones y más recursos para atender las necesidades administrativas del procedimiento concursal ya que estos costes son soportados con cargo a la retribución del propio administrador concursal. Este hecho se hace más determinante en las pequeñas y microempresas que suelen carecer de departamento de administración y por lo tanto de estructura y personal especializado encargado de dichas tareas.

El actual sistema retributivo de las fases sucesivas establecido en la normativa española para los procedimientos de insolvencia conjuga difícilmente los intereses de los acreedores y el del administrador concursal (principal-agente) ya que el acreedor ve incrementado el riesgo de no ver satisfecha su deuda debido al incremento de los costes monetarios y de oportunidad del procedimiento concursal al estar el administrador concursal incentivado a alargar el proceso. Esto nos puede llevar a dos posiciones contrapuestas, por un lado, el acreedor tiende a una falsa liquidación mientras el administrador concursal podría optar por la continuidad del negocio. Centrándonos en la

retribución de la fase común, pues es ésta la que determina el resultado del concurso, se plantea la siguiente hipótesis:

**H<sub>3</sub>:** *Una mayor retribución incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

Respecto al papel de los juzgados, según Wang (2012) el factor eficiencia judicial es más decisivo en cuanto al resultado del concurso que los formalismos escritos en la ley sobre los derechos de los deudores. Por ello, hemos creído conveniente analizar cómo pueden afectar las características de las instituciones jurídicas y el papel que en la eficiencia judicial tienen en el proceso concursal. El posiblemente ineficiente funcionamiento de las instituciones, en este caso los juzgados, tiende a desalentar a los acreedores a buscar la reorganización para salvar al deudor como parte incumplidora. Wang (2012) sugiere que la legislación concursal, combinada con una buena eficiencia judicial, tiene un importante efecto de incentivo en el proceso de reorganización.

Ya hemos comentado que en países en los que el control principal se da a los acreedores, la liquidación de las empresas con problemas es favorecida sobre el mantenimiento de la empresa con el principio de puesta en marcha a través de la reorganización. La resolución de los mecanismos concursales eficiente debería servir como mecanismo de filtrado que asegure que las empresas ineficientes sean liquidadas. También debe proveer la oportunidad a las empresas viables de ser reorganizadas. Con este objetivo en mente, es importante que exista una buena relación de colaboración con el deudor, acompañada de la suficiente eficiencia a la hora de juzgar la viabilidad de la empresa y de hacer cumplir el complejo plan de reestructuración. En ausencia de esa eficiencia, la aplicación de un proceso de liquidación es preferida por los acreedores.

Un sistema normativo en materia concursal muy desarrollado, y que podría sustituir legislaciones más débiles, debería posibilitar que a los juzgados activos y con buen funcionamiento se les facilite tener un papel predominante que posibilite el ahorro a los acreedores de mayores pérdidas o quebrantos.

Según Wang (2012) la eficiencia judicial se mide a través de dos tipos de eficiencia:

- Eficiencia judicial I, que considera la medida de protección de la inversión en escala de 0 a 10.
- Eficiencia judicial II, que considera los gastos, la dificultad, la velocidad y la eficiencia del proceso concursal en escala de 0 a 8.

Los países con una legislación con origen francés (como el caso de España) tienden a tener comparativamente una eficiencia judicial pobre y menores niveles de derechos del deudor. Así, en el caso español se dan los siguientes resultados:

- Eficiencia judicial I: 6,25
- Eficiencia judicial II: 7,5
- Derechos del deudor (de 1 a 3): 2

En un principio se creó la variable de eficiencia judicial I, que en realidad es un factor a tener en cuenta en el ratio de retorno de la inversión. Posteriormente se diseñó una segunda variable, la eficiencia judicial II, cuyos datos fueron tomados de Claessens, Djankov y Klapper (2003), Claessens y Klapper (2005) y Djankov, de la Porta, López de Silanes y Shleifer (2002). Esta variable tiene en cuenta los gastos, dificultades, velocidad y eficiencia del concurso de acreedores. Así, los acreedores protegidos por un sistema judicial eficiente se mostraban dispuestos a soportar una mayor incertidumbre inherente a un largo periodo de reorganización. Por lo tanto, el incremento en la eficiencia judicial incrementa la probabilidad de reorganización.

Convenir los derechos legales y organizar un sistema judicial eficiente es esencial para adecuar la aplicación de los derechos del deudor y el acreedor en el proceso de reorganización. Las diferencias entre los derechos del deudor y la eficiencia judicial afectan no sólo a la eficiencia *ex post* de la resolución de los problemas financieros sino también al comportamiento *ex ante* de los gestores de la empresa, los accionistas y acreedores con respecto a la actividad y financiamiento de la empresa.

La aplicación de la eficiencia judicial garantiza un relativo incierto y complejo proceso de negociación de la empresa en concurso. Aunque la mayoría de los regímenes amigables con el deudor incrementan la probabilidad de que la empresa con problemas sobreviva, si la aplicación no es suficientemente eficiente para asegurar una transición suave los acreedores sufrirán unos mayores costes de resolución durante el convenio (periodo de angustia) y se puede generar en la sociedad una imagen pobre sobre la reorganización.

La eficiencia judicial de la aplicación del crédito puede ser un determinante crucial para poder tener la oportunidad de reorganizar. Por otro lado, que un acreedor tenga una posición fuerte no debería implicar que se incremente la probabilidad de liquidación. Los grandes acreedores prefieren la reestructuración formal como el camino de superar las complicaciones financieras de la empresa sólo si el valor económico de la empresa fue alto y el sistema judicial eficiente es fuerte. Idealmente, el equilibrio debe estar colocado entre proteger los derechos del deudor y los derechos del acreedor. Un alto nivel de eficiencia judicial ayuda a establecer ese equilibrio.

En la práctica, la literatura sobre eficiencia judicial encuentra, por ejemplo, que una mayor eficiencia judicial se asocia con un mayor uso de procedimientos concursales si bien cuando se combinan con unos derechos del acreedor muy altos se reduce (Claessens y Klapper, 2005). La presencia de *no automatic stay on assets*<sup>7</sup> que permite a los acreedores aprovechar activos durante la reorganización, se asocia con un menor uso de los procedimientos concursales, independientemente de la eficiencia del sistema judicial (Claessens y Klapper, 2005). Esto supone que hay importantes incentivos *ex ante* a los procedimientos de insolvencia como alentar un comportamiento menos arriesgado y más acuerdos extrajudiciales. Además, los mecanismos legales más eficientes, por sí mismos, pueden ayudar a las empresas a lograr solucionar las dificultades financieras rápidamente (Claessens y Klapper, 2005).

---

<sup>7</sup> Se trata de créditos con privilegios especiales. Son créditos garantizados por un activo que en caso de liquidarse irían íntegramente hasta cubrir la deuda al titular del citado crédito privilegiado.

Un procedimiento de insolvencia debe suministrar un resultado eficiente *ex post*, en el sentido de que la empresa obtiene el mayor valor total con los menores costes directos y la menor pérdida de valor del negocio en marcha. Con relación a los derechos de los acreedores hay una necesidad de un sistema judicial eficiente que haga cumplir estos derechos o al menos que sirva como una amenaza creíble (Claessens y Klapper, 2005). Los acreedores estarán dispuestos a soportar los costes del procedimiento concursal, con mayor probabilidad, si sus derechos *ex ante* al proceso concursal y la eficiencia judicial *ex post* muestran una alta probabilidad de recuperación de las pérdidas (Claessens *et al.*, 2003).

Dado que falta más evidencia empírica entre países sobre los efectos del procedimiento concursal y su eficiencia (Claessens y Klapper, 2005), en el presente trabajo se mide la eficiencia judicial contrastando si hay diferencia en el número de concursos que concluyen en convenio con respecto a los que lo hacen en liquidación: entre juzgados de lo mercantil (especializados) y juzgados de primera instancia habilitados para materia concursal (no especializados), entre los juzgados de las distintas provincias, y entre los distintos juzgados competentes en materia concursal en España. Si se dan diferencias significativas entonces se corroborará la hipótesis que se plantea a continuación.

**H<sub>4</sub>:** *Una mayor eficiencia judicial incrementará la probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación.*

En síntesis, este trabajo plantea cuatro hipótesis sobre la relevancia que cada uno de los actores del procedimiento concursal tiene sobre el resultado de éste (ver tabla 8).

Tabla 8: Hipótesis de investigación

ACTOR	ANÁLISIS
DEUDOR	H <sub>1</sub> : La situación previa afecta
ADMINISTRADOR CONCURSAL	H <sub>2</sub> : Ser de las BIG4 afecta H <sub>3</sub> : La remuneración afecta
JUZGADO	H <sub>4</sub> : La eficiencia afecta
LOS ACREEDORES	No son analizados porque ya ha quedado suficientemente contrastada su relevancia en el resultado del concurso en estudios anteriores (Aguar-Díaz y Ruiz-Mallorquí, 2013)

Fuente: Elaboración propia

### 3.3 VARIABLES, MUESTRA Y METODOLOGÍA

A continuación, se describe y justifican las principales variables utilizadas para el estudio empírico, la muestra y la metodología utilizadas.

#### 3.3.1 Variables.

Se han escogido cuatro grupos de variables independientes: liquidez, solvencia, rentabilidad y rotación, con dos variables para cada grupo, excepto la rotación que es una, más dos variables de control: tamaño y edad. Con respecto a las variables de liquidez están formadas por los ratios de Activo corriente/Pasivo corriente y el de Activo corriente/Total activo, al estilo de los utilizados por Brédart (2014) y Camacho-Miñano *et al.* (2015). Como representativos de la solvencia se incluyen los ratios Recursos ajenos/Fondos propios y Pasivo corriente/Recursos ajenos (Camacho-Miñano *et al.*, 2015; Tian, Yu y Guo, 2015). Para los ratios de rentabilidad se ha optado por la rentabilidad económica (ROA) y la rentabilidad financiera (ROE) (Altman, 1968; Camacho-Miñano *et al.*, 2015), ROA se calcula como EBIT/Total activo y ROE calculado como Beneficio neto/Fondos propios. Como variable representativa

de la rotación se utiliza las Ventas/Total activo (Altman, 1968). Para las variables de control se utiliza el logaritmo del Total activo y la edad medida en número de años (Bigelli, Martín-Ugedo y Sánchez-Vidal, 2014; Giordani, Jacobson, Von Schedvin y Villani, 2014). Además, para comprobar la robustez de los análisis se computan las mismas variables ajustadas por la mediana del sector.

La variable clave con la que se quiere construir las dos submuestras y analizar las diferencias en los análisis de diferencia de medias y de tablas de contingencia es la variable “Resultado del concurso”, que tomará el valor 1 si la empresa ha alcanzado un convenio con los acreedores y 0 si termina en liquidación. Se entiende que la empresa ha llegado a convenio si tiene fecha de aprobación de convenio y 0 si no tiene. Ésta será también la variable clave en el análisis *logit* posterior, al ser la variable dependiente del modelo. Todos estos análisis son explicados en el epígrafe de metodología.

Con respecto a la hipótesis 2 se ha calculado la variable dicotómica o *dummy*: Big4 que toma el valor 1 si el Administrador Concursal es uno de los siguientes despachos: PWC (PriceWaterhouseCoopers), EY (Ernst & Young), KPMG Abogados o Deloitte y el valor 0 en todos los demás casos.

Para contrastar la hipótesis 3 se incorpora una variable dicotómica o *dummy*: retribución del administrador, que toma el valor 1 si el Administrador Concursal está remunerado por encima de la media y 0 en caso contrario. La retribución del administrador se obtiene con una proxy calculada según los valores de activo y pasivo a los que hace referencia el Real Decreto 1860/2004.

Para la hipótesis 4 se incorpora una variable dicotómica o *dummy*: Tipo de juzgado donde 1 hace referencia a que el juzgado es mercantil (especializado) y 0 el resto (juzgados de primera instancia con competencias en concursal no especializados).

### 3.3.2 Muestra.

La muestra se compone de empresas que han solicitado el concurso de acreedores y se ha obtenido de la base de datos creada por la empresa Infoconcurstal<sup>8</sup>, que proporciona información específica sobre el concurso de acreedores. Incluye los ítems juzgado encargado del concurso, la provincia, el administrador concursal, el tipo de concurso (voluntario o necesario), la fecha de declaración del concurso, la fecha de aprobación de convenio, la de apertura de la fase de liquidación y la de conclusión del concurso, así como el NIF, que sirve para identificar a cada empresa. Esa referencia sirve para casar esta muestra con la información contable sobre la cuenta de pérdidas y ganancias y el balance suministrada por SABI, Sistema de Análisis de Balances Ibéricos de Informa, S. A. (Bureau Van Dijk). Dado que para algunos análisis ha sido necesario calcular las variables ajustadas por la mediana del sector<sup>9</sup>, se incluye una muestra de SABI compuesta por empresas sanas seleccionada aleatoriamente y que tuviera una participación proporcional y suficientemente grande para cada uno de los sectores para los que calculamos la mediana del sector. Para determinar el sector se ha utilizado el grupo de código nacional de actividades económicas de 2009 (CNAE-2009) a nivel de 2 dígitos. El año para el cual se calcula la media está tomado como el año antes (t-1), o dos anteriores (t-2), si no hay dato en el (t-1) a la declaración de concurso. Esta decisión viene motivada por el hecho de que en el año de la declaración de concurso hay movimientos contables que no interesa considerar como, por ejemplo, la transformación de todo el pasivo corriente en pasivo no corriente, y que desvirtuarían el análisis. Para la mayoría de las variables se han eliminado los datos no correctos: ratio de endeudamiento mayor al 100% del activo y tesorería negativa, entre otros. Para evitar casos extremos en algunas observaciones como, por ejemplo, para los ratios de rentabilidad, se ha procedido a *winsorizar* al 95%.

---

<sup>8</sup> Infoconcurstal es una base de datos confeccionada a partir de los datos suministrados, recopilados, compilados e indexados de los publicados por diversos organismos oficiales competentes en materia concursal y mercantil. [www.infoconcurstal.es](http://www.infoconcurstal.es) contacto en [info@infoconcurstal.es](mailto:info@infoconcurstal.es)

<sup>9</sup> Una variable ajustada por la mediana del sector es igual al valor de la observación para esa variable y empresa en ese año menos el valor de la mediana del sector al que pertenece la empresa para esa misma variable y año.

Se parte de una base inicial suministrada en febrero de 2016 de 17.373 observaciones que, tras eliminar las incompletas y las que no aparecían en SABI, se redujo a 3.433 que, tras seleccionar únicamente los años 2008 a 2015, redujo el número de observaciones objeto de análisis a 2.616 casos. La población de empresas en concurso durante el periodo analizado es de 47.868 observaciones<sup>10</sup>.

### 3.3.3 Metodología.

Se presentan tres tipos de análisis: el primero utiliza diferencias de medias y diferencias de medianas para comprobar si las medias de las dos muestras tienen distribuciones significativamente distintas, a través de la *t de Student*. Como en este caso el factor que divide la muestra principal en dos es el resultado del concurso, si la diferencia es significativa concluiremos que la variable era diferente para los dos grupos de empresas en el periodo anterior al inicio del concurso. La diferencia de medianas es un análisis similar y se considera más adecuado cuando la variable presenta numerosos casos extremos. En definitiva, este análisis nos proporcionará una foto fija sobre en qué estado estaban las empresas de uno y otro grupo cuando entraron en el concurso y sobre si hay diferencias en dicho estado.

El segundo análisis consiste en una serie de tablas de contingencia para expresar la relación entre las variables cualitativas objeto de estudio. En una diferencia de medias la variable dependiente es continua y la variable independiente o factor que puede condicionar el comportamiento de la variable continua es discreta. En las tablas de contingencia ambas variables son discretas. La *Chi cuadrado* ( $\chi^2$ ) es el estadístico que analiza si realmente la variable independiente discreta o factor produce dos submuestras significativamente distintas.

El tercero es un análisis multivariante para una distribución de un conjunto de casos entre dos grupos donde se pretende entender la naturaleza de la

---

<sup>10</sup> Fuente Instituto Nacional de Estadística (INE). Estadística del Procedimiento Concursal (EPC). Datos anuales

diferencia entre ambos grupos y a su vez buscar un modelo de comportamiento que permita clasificar nuevos casos para los que se desconoce su pertenencia a un determinado grupo de los dos.

Para ello se utilizará la modelización *logit* que resulta similar a la regresión tradicional salvo porque utiliza como función de estimación la función logística en vez de la lineal. Con la modelización *logit* el resultado del modelo es la estimación de la probabilidad de que un nuevo caso pertenezca a uno o al otro grupo, además de que, por otro lado, como se trata de un análisis de regresión, también permite identificar las variables más importantes que explican las diferencias existentes entre ambos grupos.

Para ello se utilizan *dummies* que identifican con un 1 al caso que pertenece al grupo cuya probabilidad de pertenencia estimará el modelo. Se identifica con un 0 al individuo que no pertenece al grupo objeto de análisis. El resultado del *logit* proporciona información para los coeficientes de las variables independientes que indica valor, signo y significatividad y que a su vez se pueden aplicar a los valores concretos de las variables independientes para cada empresa para calcular un valor numérico que indica la probabilidad de pertenencia de un elemento al grupo que se le asignó el valor 1, es decir, el grupo objeto de análisis. Mediante la *Chi* cuadrado se medirá la significatividad del modelo.

#### **3.3.4 Resultados y Discusión.**

En el primer análisis se han utilizado diferencias de medias y diferencias de medianas. La tabla 9 presenta las medias y las medianas y sus respectivos test de diferencias para los ratios que hemos considerado representativos de la situación económico-financiera de la empresa. El estadístico t es el estadístico de la diferencia de medias asumiendo normalidad en las variables. El estadístico z de Kolmogorow-Smirnov es el estadístico de la diferencia de medias asumiendo no normalidad. Todas las variables son no-normales según el test de Kolmogorow-Smirnov, excepto la variable tamaño (Log TA). Con respecto al test de la diferencia de medianas se presenta la *Chi* cuadrado. La

diferencia de medianas se considera más adecuada cuando las variables presentan numerosos casos extremos. Aunque las variables están tratadas de datos erróneos y winsorizadas al 95% para tratar casos extremos, las empresas con problemas son compañías especiales, muy *sui generis* y en circunstancias muy especiales y siguen presentando casos muy extremos, como se puede comprobar con medias muy alejadas de las medianas en muchos casos.

Se observa que hay diferencias significativas al 95% de nivel de confianza en la liquidez, solvencia y rentabilidad entre el grupo de empresas concursadas que concluyen el proceso en convenio, lo que se considera éxito del procedimiento, y las que lo hacen con la liquidación de la empresa, lo que se considera fracaso del proceso. En concreto las variables activo corriente sobre activo total, recursos ajenos partido por fondos propios, pasivo corriente sobre recursos ajenos, rentabilidad económica y financiera, la rotación y el tamaño, aunque con puntualizaciones porque en algunos casos, o bien la diferencia de medianas no es significativa, o su resultado matiza el de las diferencias de medias. La edad no resulta significativa.

**Tabla 9: Diferencias de medias y medianas de los principales ratios económico-financieros entre empresas que han terminado con convenio y las liquidadas<sup>11</sup>.**

VARIABLES	MEDIAS						MEDIANAS			
	Liquidación	Convenio	t	Sig	z	Sig	Liquidación	Convenio	$\chi^2$	Sig
<b>LIQUIDEZ</b>										
AC/PC	43.026	12.081	0.330		0.786		0.920	0.924	0.008	
AC/TA	0.627	0.564	2.442	**	1.302	*	0.682	0.613	4.688	**
<b>SOLVENCIA</b>										
RA/FFPP	28.153	10.559	0.300		1.476	**	1.352	1.602	1.268	
PC/RA	0.682	0.623	2.156	**	1.089		0.743	0.694	2.708	
<b>RENTABILIDAD</b>										
EBIT/TA	-1.248	-5.551	0.910		1.357	**	-0.124	-0.061	3.325	*
BN/FFPP	-1.209	-2.091	0.202		1.389	**	0.037	-0.012	2.708	
<b>ROTACIÓN</b>										
Ventas/TA	1.531	1.204	1.020		1.729	***	1.011	0.704	8.168	***
<b>CONTROL</b>										
Log. TA	13.467	14.668	7.329	***	3.812	***	13.455	14.724	29.771	***
Edad	13.828	15.197	-1.580		1.048		12.000	13.000	1.961	

Fuente: Elaboración propia

Como algunas variables podrían depender mucho del sector como, por ejemplo, los ratios que tienen en cuenta el capital circulante, los que incluyen variables del activo o pasivo corriente como almacenes, clientes o pasivo corriente, o los que implican un análisis de la rotación como Ventas/Total activo, hemos considerado conveniente presentar también la tabla 10, que incluye las medias y medianas ajustadas por el sector, esto es, al valor de la variable de cada observación, para cada año, se le resta la mediana del sector CNAE-2009 a nivel de 2 dígitos de ese año, con el objetivo de eliminar el efecto que puede tener sobre los resultados la pertenecía a uno u otro sector económico.

<sup>11</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

**Tabla 10: Diferencias de medias y medianas de los principales ratios económico-financieros entre empresas que han terminado con convenio y las liquidadas ajustadas por la mediana del sector<sup>12</sup>.**

VARIABLES	MEDIAS					MEDIANAS				
	Liquidación	Convenio	t	Sig	z	Sig	Liquidación	Convenio	$\chi^2$	Sig
<b>LIQUIDEZ</b>										
AC/PC	-0.113	0.243	-1843	*	1000		-0.515	-0.480	0.498	
AC/TA	0.052	0.044	0.285		1.043		0.083	0.019	3.744	*
<b>SOLVENCIA</b>										
RA/FFPP	1.057	1.360	-1336		1.660	***	-0.002	0.726	2.534	
PC/RA	0.048	0.021	1.111		0.908		0.068	0.059	0.121	
<b>RENTABILIDAD</b>										
EBIT/TA	-0.160	-0.122	-2636	***	1.422	**	-0.141	-0.077	5.256	**
BN/FFPP	0.014	-0.012	2265	**	1.396	**	-0.005	-0.040	3.093	*
<b>ROTACIÓN</b>										
Ventas/TA	0.570	0.425	1.019		1.174		0.134	0.011	1.512	
<b>CONTROL</b>										
Log. TA	5.215	6.308	-7.018	***	3.720	***	5.219	6.357	38.155	***
Edad	-3.665	-2.888	-0.921		1.369	**	-6.000	-3.000	7.526	***

Fuente: Elaboración propia

Analizando los resultados de las tablas 9 y 10 observamos que el ratio que mide el Activo corriente/Total activo es mayor para las empresas que fracasan definitivamente. Como el ratio Activo corriente/Pasivo corriente no es estadísticamente distinto (sólo para un nivel bajo de significatividad y sólo para el ratio ajustado por el sector y no para la diferencia de medianas), parece que la diferencia no se da tanto entre las masas de activo y pasivo del mismo plazo, como dentro de la estructura del total activo en sí misma. Las empresas que terminan en liquidación podrían presentar mayores proporciones de clientes (quizás de impagados) y/o de stocks (probablemente por una mala gestión de almacenes) con respecto a su activo total que las empresas que terminan en convenio. Aunque si se considera el sector esta diferencia se atenúa, sigue existiendo para la diferencia de medianas.

Cuando analizamos la solvencia encontramos que hay numerosas observaciones extremas lo que provoca que haya resultados contrapuestos en cuanto a signo y significatividad dependiendo de si tomamos el valor simple o el ajustado por el sector o de si se toman medias o medianas, lo que da cuenta

<sup>12</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

de la gran heterogeneidad de la muestra en cuanto a este ratio. En cuanto al pasivo corriente respecto a los recursos ajenos, hay una leve evidencia de que las empresas liquidadas tienen un mayor peso de este pasivo a corto plazo que las que terminan en convenio, ya que sólo es significativo para la diferencia de medias.

La rentabilidad nos presenta unos valores muy sesgados por casos extremos. Este hecho no debe extrañar, dada la naturaleza de la base de datos. Las empresas que terminan en convenio presentan una rentabilidad económica menos negativa en la diferencia de medianas y cuando se ajusta por el sector. La rentabilidad financiera muestra sin embargo que las empresas que terminan en convenio tienen una rentabilidad financiera más negativa que las empresas que terminan en liquidación (tomando el estadístico que tiene en cuenta que la variable es no normal). Cuando se tiene en cuenta el sector la diferencia se hace más palpable. Analizando el conjunto, llegamos a la interesante conclusión de que las empresas que terminan en convenio tienen un problema financiero más grave que las que terminan en liquidación, pero éstas últimas tienen mayores problemas en cuanto a la viabilidad del negocio al que se dedican.

Las empresas que terminan en liquidación tienen una rotación más alta que las que terminan en convenio. Como este ratio puede depender fuertemente del negocio al que se dedique la empresa resulta importante el resultado de la variable ajustada por el sector, que da cuenta de que efectivamente no hay diferencias significativas. Por último, se puede decir que las empresas que terminan en convenio son más grandes y longevas que las que terminan en liquidación y que ambos tipos (liquidadas y con convenio) son más grandes que la media de su sector y más jóvenes.

Estos resultados permiten afirmar que se dan diferencias altamente significativas en el tamaño, la estructura económica y, sobre todo, en la estructura financiera de las empresas de ambos grupos, las que tienen una resolución exitosa y las fracasadas dentro del procedimiento concursal, si bien no en todos los casos en la dirección propuesta, por lo que sólo podemos aceptar la hipótesis 1 parcialmente y de manera preliminar por tratarse de un

análisis univariante. Como los ratios han sido calculados en el periodo previo al año en el que la empresa entra en concurso de acreedores, este primer análisis parece confirmar que las empresas que terminan en convenio entran en el concurso de acreedores con una situación diferente de aquella en la que se encuentran las empresas que terminan en liquidación. Quizás las empresas que terminan en convenio no han esperado tanto a pedir el concurso y, por tanto, no han dejado que los problemas se agraven tanto como aquellas que terminan en liquidación.

Como segundo análisis, se han realizado varias tablas de contingencia que consisten, en este caso, en unas tablas cruzadas que expresan la relación entre dos variables cualitativas con dos niveles. La tabla 11 presenta la tabla de contingencia entre las dos variables cualitativas: pertenencia o no del administrador concursal a una empresa de las Big4 y resultado del convenio.

**Tabla 11: Tabla de contingencia entre tipo de administrador y el resultado del concurso<sup>13</sup>.**

<b>TIPO DE ADMINISTRADOR</b>	<b>NO BIG4</b>	<b>BIG4</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Liquidación</b>	2.460 94,58%	4 26,67%	2.464 94,19%
<b>Convenio</b>	141 5,42%	11 73,33%	152 5,81%
<b>Total</b>	1.323	1.293	2.616

$\chi^2 = 125,67^{***}$

Fuente: Elaboración propia

De la tabla 11 se desprende que, aunque de forma global sólo el 5,8% de los concursos termina en convenio este porcentaje aumenta hasta el 73,3% si el administrador pertenece al grupo de las Big4. Ese 5,81% de porcentaje de éxito global del proceso concursal es un dato muy similar a otras estadísticas sobre eficiencia para el caso español. Destaca el altísimo número de concursos que terminan en liquidación, el 94,2% en nuestra muestra. Aunque

<sup>13</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

no podemos extraer conclusiones sobre este resultado sin compararlo con otros países o con el mismo país, pero con datos de periodos anteriores con legislación distinta, el elevado porcentaje hace obvio que la normativa sobre el concurso de acreedores en España es ineficiente y no cumple con su objetivo lo que justifica el título de esta tesis. Con respecto a los resultados de la tabla de contingencia, ésta es la primera confirmación de la hipótesis 2 al ser esta diferencia muy significativa. Este hecho se puede explicar porque las Big4 tienen mayores recursos y profesionales especializados. Aunque si bien es cierto que la  $\chi^2$  presenta un alto valor, indicativo de mucha significatividad, el número de observaciones es limitado.

En la tabla 12 que pone en relación la baja o alta retribución y el resultado del concurso, se puede observar que, si bien el 94,2% de los concursos termina en liquidación, este porcentaje es mayor si la retribución del administrador ha sido baja (inferior a la mediana) (97,5%), y es menor (90,8%) si la retribución ha sido alta (superior a la media), siendo la diferencia estadísticamente significativa. Esto supone una aceptación preliminar de la hipótesis de que a mayor retribución mayor probabilidad de que el proceso acabe en convenio frente a liquidación (hipótesis 3).

**Tabla 12: Tabla de contingencia entre la retribución del administrador y el resultado del concurso.<sup>14</sup>**

<b>RETRIBUCIÓN</b>	<b>BAJA</b>	<b>ALTA</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Liquidación</b>	1.290 97,51%	1174 90,80%	2.464 94,19%
<b>Convenio</b>	33 2,49%	119 9,20%	152 5,81%
<b>Total</b>	1.323	1.293	2.616

$\chi^2 = 53,78^{***}$

Fuente: Elaboración propia

<sup>14</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

Una justificación a lo anterior se puede encontrar, como se planteaba en el apartado de los costes de agencia, en que con cargo a los honorarios del administrador concursal se pagan gastos administrativos del procedimiento. A mayor retribución mayores recursos y mayores incentivos tiene el administrador concursal a realizar sus funciones de forma más eficiente y ésto, por consiguiente, repercute en un concurso de acreedores más eficiente, minimizando los posibles costes de agencia.

Debemos recalcar que en este análisis sólo hemos considerado los honorarios de la fase común, ya que es ésta la que determina el resultado del concurso, y no los de las fases sucesivas. Por consiguiente, la retribución de las fases sucesivas no debería influir en el análisis que el administrador concursal haga sobre la continuidad o no del negocio, es decir, convenio o liquidación.

Es probable que las dos variables que hemos escogido como determinantes estén relacionadas porque las Big4 suelen acceder a los concursos de acreedores de empresas más grandes y, por consiguiente, están mejor retribuidos. Como comprobamos además que la  $\chi^2$  es mayor para el factor Big4, el resultado de la tabla de contingencia del factor menor o mayor retribución podría ser en realidad un reflejo indirecto o subproducto de la tabla 11, y tomar su significatividad prestada de la influencia de la que podría ser la variable clave: pertenencia o no a las Big4. Para analizar más profundamente este hecho, hemos procedido a eliminar el efecto que pueda tener que dentro de los administradores concursales con alta retribución se encuentren las Big4, y hemos vuelto a calcular la tabla de contingencia excluyendo las Big4 de la muestra en la tabla 13.

**Tabla 13: Tabla de contingencia entre la retribución del administrador y el resultado del concurso excluyendo las Big4<sup>15</sup>.**

<b>RETRIBUCIÓN</b>	<b>MENOR</b>	<b>MAYOR</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Liquidación</b>	1.289 97,50%	1171 91,56%	2.460 94,58%
<b>Convenio</b>	33 2,50%	108 8,44%	141 5,42%
<b>Total</b>	1.322	1.279	2.601

$\chi^2 = 44,85^{***}$

Fuente: Elaboración propia

Al excluir las Big4 comprobamos que la variable retribución en sí misma, aislada de esta manera, explica también el mejor o peor resultado del convenio y lo hace independientemente de su posible correlación con el hecho de que mayores retribuciones podrían ser recibidas por administradores concursales de las Big4.

Se concluye aquí el análisis univariante donde se han identificado las variables que de forma individual pueden afectar al resultado del concurso y donde se ha contrastado la existencia de costes de agencia. Esta evidencia de costes de agencia se refleja en la pertenencia a las Big4 y en la mayor retribución, porque la significatividad de la influencia de estos dos factores, que son el reflejo de la reputación y la eficiencia en la administración concursal, sólo es posible si existen costes de agencia que esta búsqueda de la reputación y eficiencia de la administración concursal ayudan a contrarrestar.

Procedemos ahora a realizar el análisis multivariante que tiene en cuenta el comportamiento global y la influencia conjunta de las distintas variables independientes y que propone un modelo que explique el resultado del proceso concursal, es decir, un modelo que identifique las variables que influyen en la ineficiencia del concurso de acreedores.

En la tabla 14 se presenta el modelo I (universal u ómnibus), que contiene todas las variables de interés e incluye: los ratios que definen la situación

<sup>15</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%.

económico-financiera de la empresa, el tamaño, la edad, la *dummy* de Big4, la *dummy* de retribución alta o baja de los administradores concursales, la *dummy* de los juzgados, el *Z-score* de Altman<sup>16</sup> y las *dummies* de sector. Hemos incluido el *Z-score* porque, aunque la situación económico-financiera ya debería estar reflejada en los ratios de liquidez, solvencia, rentabilidad y rotación, el *Z-score* podría recoger esta situación de manera global, por lo que si los ratios de manera individual no son significativos, el *Z-score* sí podría serlo. La inclusión de las *dummies* de sector está justificada por los resultados del análisis de diferencia de medias y medianas de los ratios ajustados por el sector.

---

<sup>16</sup> Formula creada en 1960 Edward Altman para medir la probabilidad de que quiebre una empresa. Altman  $Z\text{-score} = 1,2 * T_1 + 1,4 * T_2 + 3,3 * T_3 + 0,6 * T_4 + 1,0 * T_5$  donde:  $T_1$ :(Capital Circulante/Activos Totales);  $T_2$ : (Beneficios no distribuidos/Activos Totales);  $T_3$ : (EBITDA/Activos Totales);  $T_4$ : (Capitalización Bursátil/Deuda Total);  $T_5$ : (Ventas Netas/Activos Totales).  $Z\text{-score}$  superior a 2,99: Zona segura, en principio no hay que preocuparse.  $Z\text{-score}$  entre 1,81 y 2,99: Zona gris, es probable que la empresa pueda quebrar en los próximos 2 años.  $Z\text{-score}$  inferior a 1,81: Zona de peligro de quiebra inminente.

Tabla 14: Logit 1. Modelos Ómnibus<sup>17</sup>

MODELOS	I		II		III	
Ratios	Coef. (estadístico z)		Coef. (estadístico z)		Coef. (estadístico z)	
<b>AC/ PC</b>	0.200 (2.260)	**	0.148 (1.670)	*	0.185 (2.100)	**
<b>AC/ TA</b>	-1.000 (-1.830)	*	-0.778 (-1.360)		-1.205 (-2.290)	**
RA/ FFPP	-0.002 (-1.070)		-0.002 (-0.030)			
<b>PC/ RA</b>	1.275 (1.990)	**	1.070 (1.680)	*	1.270 (2.000)	**
EBIT/ TA	0.023 (0.780)		1.141 (1.200)		0.025 (0.910)	
BN/ FFPP	-0.017 (-1.040)		-0.888 (-0.730)			
Ventas/ TA	0.140 (1.390)		0.111 (1.040)		0.148 (1.480)	
<b>Log. TA</b>	0.585 (4.110)	***	0.473 (3.250)	***	0.588 (4.180)	***
Edad	-0.009 (-0.730)		-0.001 (-0.060)		-0.003 (-0.220)	
<b>Big4</b>	3.101 (3.350)	***	3.046 (3.330)	***	3.040 (3.360)	***
Retrib.AC	-0.251 (-0.600)		-0.082 (-0.210)		-0.295 (-0.710)	
Juzgados	0.306 (1.080)		0.172 (0.620)		0.243 (0.870)	
Z-score Altman	-0.002 (-0.270)		-0.001 (-0.180)		-0.001 (-0.13)	
Sector Agricultura	15.318 (0.020)					
Sector Industria	13.854 (0.010)					
Sector Construcción	13.103 (0.010)					
Sector Servicios	13.362 (0.010)					
Tipo concurso	N.D.					
VIF	19.60		2.80		3.00	
$\chi^2$	62.76	***	47.28	***	50.81	***
Pseudo R2 de MacFadden	0.108		0.081		0.087	
Log. Likelihood	-259.627		-267.366		-267.397	

Fuente: Elaboración propia

No podemos incluir en el modelo I la variable Tipo de concurso (1 necesario, 0 voluntario) por falta de datos, ya que no se puede calcular el coeficiente del *logit* para esta variable porque sólo tiene una observación para las empresas

<sup>17</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%.

que terminan en convenio cuando han presentado un concurso necesario de acreedores.

El modelo I presenta un primer problema inicial, y es la alta multicolinealidad ( $VIF > 5$ ), que afecta sobre todo a las *dummies* de sector y a los ratios de Recursos ajenos/Fondos propios y al ratio de rentabilidad financiera. Dado que son algunas de las *dummies* de sector las que presentan mayor multicolinealidad y, además, no son significativas, en el modelo II se prescinde de esas *dummies* y se incorporan los ratios económico financieros ajustados por la mediana del sector con la esperanza de que el problema no sea tan grave cuando se tiene en cuenta, de este modo, el sector en la que está la empresa. Cuando se realiza la regresión *logit* los resultados apenas varían y por el contrario el problema de multicolinealidad se resuelve. El ratio de Activo corriente/Total activo ajustado por el sector ya no es significativo, lo cual parece indicar que si este ratio es alto la empresa a un nivel individual estará en peores condiciones de afrontar el proceso concursal, independientemente del sector en el que esté. Los resultados globales de este modelo II indican que el sector no es importante, sino la posición individual de cada empresa cuando encara el proceso de concurso.

En el modelo III se prescinde de los ratios que han presentado problemas de multicolinealidad y las *dummies* de sector. En esta regresión se vuelve a los valores de los ratios no ajustados por el sector. La regresión muestra unos resultados que ya no adolecen del problema de multicolinealidad, ya que el VIF mayor sólo alcanza el valor de 3, lejos del valor crítico de 5. Y dado que este modelo III es el más parsimonioso y presenta un mayor  $\chi^2$  que el modelo II con menos variables, para los siguientes análisis partiremos de este tercer modelo.

Queda evidenciado que el resultado del concurso viene determinado por la liquidez. De forma directa por el porcentaje de activo circulante con respecto al pasivo circulante, y de forma inversa, por el porcentaje de activo circulante respecto al total activo, de tal manera que una empresa con mejor fondo de maniobra pero con mayor peso del activo a largo plazo sobre el activo total está en mejor disposición para acabar en convenio. También viene determinado por la solvencia porque la mayor proporción de pasivo corriente

en los recursos ajenos totales ejerce sorprendentemente una influencia positiva a la hora de terminar en convenio. Esto puede deberse a la composición de ese pasivo corriente y el diferente peso de la deuda financiera corriente y las deudas con proveedores. Encontramos también relación directa con el tamaño y la pertenencia a los Big4 del administrador concursal. Estos resultados se muestran bastante persistentes a lo largo de estos tres primeros modelos, lo que da cuenta de la robustez de los resultados.

Quedan fuera de los tres modelos las variables de rentabilidad lo que *a priori* resulta contrario a lo esperado puesto que estos ratios marcan la viabilidad de la empresa, sobre todo la rentabilidad económica. Se pone de manifiesto que es indiferente para la mejor o peor resolución del concurso el estado en el que la empresa entre en proceso concursal en cuanto a su viabilidad económica. Esto se puede deber, entre otras cosas, a la ineficiencia del propio procedimiento y da sentido a la realización de esta tesis.

Otras posibles causas podrían ser cualquier factor no recogido en las variables independientes, por ejemplo, el entorno macroeconómico general o a un nivel más local, como el provincial, o el efecto contagio, como quedó recogido en el Capítulo 2. Otro hecho destacable es que, dado que el sector de actividad económica donde opera la empresa no afecta al resultado del concurso, esto prueba que la resolución del procedimiento concursal en uno u otro sentido viene explicada bien por variables internas de la empresa, bien por las características del propio procedimiento y del juzgado que lo opera. Si estamos refiriéndonos a factores externos, la no significatividad del sector indicaría que estamos hablando de factores externos a un mayor o menor nivel de agregación que deben impactar a todos los sectores de manera similar.

La *dummy* retribución del administrador en este análisis multivariante no es significativa. Analizando más profundamente este resultado encontramos que esta variable sólo resulta significativa en la regresión *Logit* si se elimina la variable tamaño (Log TA) <sup>18</sup> lo que deja claro que está correlacionada con esta última variable y no tiene entidad para ser significativa de manera

---

<sup>18</sup> Resultados no tabulados.

independiente. Cabe destacar también que ni la variable edad, ni la *dummy* de juzgados, ni el *Z-score* de Altman son significativos.

Por lo tanto, el resultado positivo de la resolución del proceso concursal viene explicado por el tamaño, la liquidez, la solvencia y el hecho de que el administrador concursal sea de las Big4. El perfil de empresa que tiene más posibilidades de concluir en convenio el concurso será el de una empresa antigua, con más alto fondo de maniobra, que tenga un mayor activo no corriente que corriente, con mayor proporción del pasivo corriente en el total de recursos ajenos y cuyo administrador concursal sea uno de las Big4.

En la tabla 15 se presentan los resultados de un segundo análisis *logit*, *Logit 2*, basándonos en el modelo III al que se le incorporan diversos *proxies* de eficiencia de juzgados. El modelo III es el modelo base, igual al de la tabla 14 (*Logit 1*) y que volvemos a incluir para una mejor comparabilidad. En este modelo la *dummy Juzgados* presenta el valor 1 si el juzgado que instruyó el concurso se situaba en provincias con juzgados de lo mercantil de carácter exclusivo, y 0 en caso contrario<sup>19</sup>. Dado que no se obtuvo un resultado significativo hemos creído interesante el profundizar en este análisis.

Para el modelo IV se construye una *dummy* similar: *Juzgados2*, pero en esta ocasión la especialización en lo mercantil no atiende a nivel provincial, sino que atiende al juzgado específico que está procesando el concurso, gracias a que la base de datos suministra ese dato. La *dummy* será igual a 0 si el juzgado incluye en su nombre “de primera instancia” o “de instrucción”, y 1 en caso contrario, ya que en este caso son de mercantil exclusivamente.

En el modelo V se opta por incluir las *dummies* de provincia *Duprov<sup>A</sup>*. El superíndice A denota que se han incluido varias *dummies*, cada una representando a una provincia de nuestra base de datos. Como es natural no se presentan los resultados para todas ellas. Se incluye a nivel informativo el valor para la *dummy* más significativa que es la provincia de Sevilla. Al incluir las *dummies* de provincia se produce un inesperado aumento del  $\chi^2$  y una

---

<sup>19</sup> Estas provincias son Madrid, Barcelona, Valencia, Cádiz, Málaga, Sevilla, Oviedo, Palma de Mallorca, Las Palmas de Gran Canaria, Santa Cruz de Tenerife, Alicante, La Coruña, Pontevedra, Murcia, San Sebastián y Bilbao.

mejora del logaritmo de verosimilitud. Por último, el modelo VI incorpora una *dummy* por cada uno de los juzgados distintos *Indjuz<sup>B</sup>*. Teniendo en cuenta que las provincias grandes tienen numerosos juzgados, se crearon un total de 184 *dummies*. Sólo se presenta la *dummy* con más significatividad. En este caso destaca por lo negativo en cuanto a los pocos convenios alcanzados el juzgado de lo Mercantil nº 1 de San Sebastián.

Se está ante unos modelos muy robustos puesto que las significaciones se mantienen en los distintos modelos tanto por el signo como por tener valores muy similares. Incluso las variables no significativas son estables no siéndolo en ninguno de los modelos.

El sorprendente aumento del ajuste del modelo cuando se incluye la *dummy* provincia y la individual de juzgados solo viene explicado por causas externas al propio procedimiento y a la propia legislación concursal y se infiere que la causa subyacente sea la misma para ambas *dummies* y arroja evidencias de que determinados elementos externos podrían influir en el resultado del concurso lo que justificaría un estudio que analizase dichos elementos externos. Entendemos que podría tratarse de la distinta eficiencia entre juzgados, solamente explicable por cuestiones del personal específico que allí trabaja, su *know-how* o experiencia específica en estos temas, o por causas que afectan sólo a esa provincia en concreto.

Tabla 15: *Logit 2. Introduciendo los juzgados y la provincia*<sup>20</sup>

MODELOS	III		IV		V		VI	
Ratios	Coef. (estadístico z)							
<b>AC/PC</b>	0.185 (2.100)	**	0.184 (2.090)	**	0.155 (1.510)		0.157 (1.420)	
<b>AC/TA</b>	-1.205 (-2.290)	**	-1.185 (-2.260)	**	-1.158 (-1.990)	**	-1.130 (-1.830)	*
RA/FFPP								
<b>PC/RA</b>	1.270 (2.000)	**	1.269 (1.990)	**	1.492 (2.110)	**	1.454 (1.910)	*
EBIT/TA	0.025 (0.910)		0.026 (0.930)		0.055 (0.620)		0.197 (0.800)	
BN/FFPP								
Ventas/TA	0.148 (1.480)		0.148 (1.470)		0.231 (2.570)		0.261 (2.180)	**
<b>Log. TA</b>	0.588 (4.180)	***	0.586 (4.190)	***	0.677 (4.520)	***	0.613 (4.060)	***
Edad	-0.003 (-0.220)		-0.002 (-0.180)		0.002 (0.120)		0.006 (0.400)	
<b>Big4</b>	3.040 (3.360)	***	2.896 (3.250)	***	3.483 (3.070)	***	3.001 (2.440)	**
Retrib.AC	-0.295 (-0.710)		-0.284 (-0.690)		-0.289 (-0.650)		-0.243 (-0.530)	
Juzgados	0.243 (0.870)							
Juzgados2			0.209 (0.470)					
<b>Duprov<sup>A</sup></b>					6.723 (5.18)	***		
<b>Indjuz<sup>B</sup></b>							-3.215 (-2.440)	***
Z-score Altman	-0.001 (-0.13)		-0.001 (-0.140)		-0.001 (-0.090)		-0.001 (-0.130)	
VIF	3.00		3.00		3.03		3.04	
Chi2	50.81	***	50.40	***	103.75	***	102.41	***
Pseudo R2 de M:	0.087		0.086		0.188		0.202	
Log. Likelihood	-267.397		-267.401		-224.259		-202.461	

\*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

<sup>A</sup> se han incluido varias *dummies* una por provincia<sup>B</sup> una dummy por cada uno de los 184 juzgados

Fuente: Elaboración propia

<sup>20</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%.

Con el objetivo de ahondar más en este resultado y teniendo en consideración que algunos autores ponen de manifiesto la influencia de las variables de carácter macroeconómico en la estructura financiera de las empresas (Hall, Hutchinson y Michaelas, 2004), vamos a investigar la posible influencia del entorno macroeconómico incluyendo variables de año: *Duaño*<sup>C</sup> en un tercer análisis logit, *Logit 3* (ver tabla 16).

**Tabla 16: *Logit 3*. Incluyendo variables macroeconómicas<sup>21</sup>**

MODELOS	VI		VII	
Ratios	Coef. (estadístico z)		Coef. (estadístico z)	
AC/PC	0.157 (1.420)		0.182 (1.600)	
<b>AC/TA</b>	-1.130 (-1.830)	*	-1.365 (-2.140)	**
RA/FFPP				
<b>PC/RA</b>	1.454 (1.910)	*	1.627 (2.070)	**
EBIT/TA	0.197 (0.800)		0.113 (0.470)	
BN/FFPP				
<b>Ventas/TA</b>	0.261 (2.180)	**	0.232 (1.880)	*
<b>Log. TA</b>	0.613 (4.060)	***	0.602 (3.880)	***
Edad	0.006 (0.400)		0.008 (0.590)	
<b>Big4</b>	3.001 (2.440)	**	3.182 (2.560)	**
Retrib.AC	-0.243 (-0.530)		-0.371 (-0.800)	
<b>IndjuzB</b>	-3.215 (-2.440)	***	5.301 (2.74)	***
<b>Duaño<sup>C</sup></b>			2.582 (1.65)	*
Z-score Altman	-0.001 (-0.130)		-0.002 (-0.160)	
VIF	3.04		447.19	
Chi	102.41	***	108.04	***
Pseudo R2 de MacFa	0.202		0.213	
Log. Likelihood	-202.461		-199.649	

\*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%

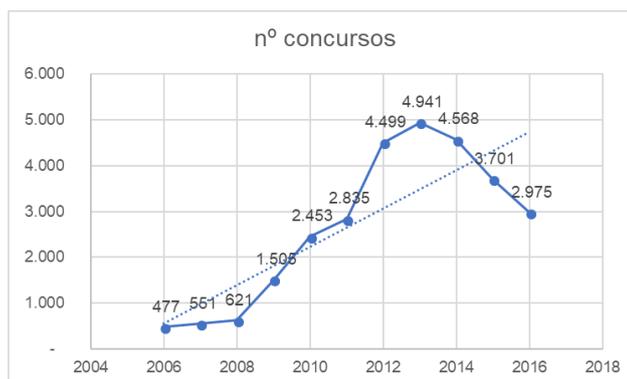
<sup>C</sup> el año anterior al año de la declaración de concurso desde 2008

Fuente: Elaboración propia

<sup>21</sup> \*significativa al 90%, \*\* significativa al 95% y \*\*\* significativa al 99%.

Considerando que la regresión con un mejor logaritmo de verosimilitud hasta el momento es la del modelo VI se utilizará ésta como base, además de repetirla en la primera columna para tomarla como referencia. Para el caso del modelo VII la *dummy* individual más significativa es la del juzgado de lo Mercantil Número 2 de Sevilla, y el único año significativo a un nivel del 90% es el 2008.

Aunque algunas *dummies* de juzgados resultan significativas, hay bastantes que no lo son, y no se muestra un patrón claro de por qué unas son significativas y otras no. A este respecto, y además teniendo en cuenta que la única *dummy* de año es la de 2008, puede resultar ilustrativa la gráfica 1 que muestra cómo hubo un cambio radical en el número de declaraciones de concursos de acreedores tras el 2008 lo que acabó provocando el colapso de los juzgados lo que puede indicar que la ineficiencia de los juzgados está tan generalizada que no se comporta como una variable independiente. Se observa con toda claridad cómo a partir del 2009, incluido, los juzgados se colapsan por el incremento desmesurado de concursos de acreedores, que corre en paralelo con el comienzo de la crisis económica. Quizás por esta misma razón la variable año sólo es significativa para 2008 (el primero de nuestra muestra) y probablemente muestre un signo positivo porque los juzgados todavía podían atender los procedimientos concursales. Los años anteriores no se han contemplado y en los posteriores la profunda crisis económica desvirtúa las variables macroeconómicas que no presentan significatividad.

**Gráfica 1: Evolución del número de concursos de acreedores 2006-2016**

Fuente: Elaboración propia a partir de la Estadística de Procesos Concursales del INE

El modelo VII no representa una gran mejora en términos de bondad del ajuste con respecto al modelo VI. Los años son todos no significativos al 90%, a excepción del 2008 y la multicolinealidad se dispara.

Con respecto al cumplimiento de las hipótesis anunciadas se concluye que se cumple la hipótesis primera de que la situación de la empresa, el deudor concursado, en relación con su posición de liquidez, solvencia y tamaño son determinantes en el resultado del concurso. La hipótesis de los costes de agencia entre la administración concursal y los acreedores se cumple parcialmente, puesto que se corrobora la segunda hipótesis de la pertenencia a las Big4 pero la tercera hipótesis sólo se cumple en el análisis univariante y no es significativa en los modelos propuestos, lo que puede significar que la retribución es determinante acompañada o influenciada por otras variables, como el tamaño, pero nunca por sí misma. Respecto a la cuarta hipótesis se dan resultados ambiguos que pueden deberse a que la ineficiencia de los juzgados es generalizada, pero también se agudiza o se suaviza dependiendo del juzgado, porque lo cierto es que hay diferencias en el modelo cuando se contemplan en éste las características del juzgado en algunas de las diferentes versiones de esta variable.

**CONCLUSIONES, LIMITACIONES Y  
FUTURAS LÍNEAS DE  
INVESTIGACIÓN**

## CONCLUSIONES

---

El gravísimo problema de desempleo en España, generado en torno al muy numeroso cierre de empresas, genera una acuciante necesidad por conocer más el fenómeno del fracaso empresarial en todos sus ámbitos. Junto con las medidas, más exitosas o menos, que han implementado las autoridades para evitar el fracaso empresarial tales como medidas legales (la misma Ley de Concurso de Acreedores, por ejemplo), financieras (distintas medidas para dotar de liquidez a las empresas, principalmente a las PYMEs, agilizar los pagos de la Administración pública, etc.) o laborales (reforma del mercado laboral para aliviar la carga de salarios y de indemnizaciones a las empresas, flexibilización de las condiciones laborales para agilizar el despido y/o facilitar las nuevas contrataciones, etc.), se pone de manifiesto la necesidad de un análisis más exhaustivo para entender el fenómeno global del cierre de empresas. En ese sentido nuestro primer estudio es útil ya que ayuda a caracterizar geográficamente el fracaso y a explorar el posible contagio espacial del mismo, detallándolo también para los sectores de la industria y de la construcción.

El análisis exploratorio del fenómeno del fracaso empresarial, medido a través de la incidencia del concurso de acreedores, muestra un patrón de comportamiento global y para el sector industrial en el que se observa una persistencia del fenómeno concursal a nivel provincial en la parte superior de la diagonal noroeste-sureste del territorio. Sin embargo, ese patrón varía para la construcción, que no presenta contagio significativo ni un claro patrón a nivel geográfico. Esta incidencia a nivel global e industrial puede deberse fundamentalmente al patrón geográfico del sector industrial en España que se sitúa con mayor intensidad precisamente en esa diagonal. Es por tanto coherente pensar, puesto que este comportamiento no se observa en otros sectores, que es el sector industrial por su peso e importancia el que configura dicho patrón diagonal en el análisis global. Estos resultados han sido, en cierto modo, no esperados, pues se presumía *a priori* una mayor incidencia de concursos en aquellas provincias más empobrecidas y con menor tejido empresarial. Sin embargo, el análisis muestra que los concursos de acreedores

se concentran allí donde mayor actividad económica hay y en donde la actividad industrial es mayor.

Respecto a la forma de la distribución de los concursos se observa que, desde el inicio de la crisis, se asemeja a una normal tanto a nivel global como para cada sector analizado. Esto nos permite concluir que, en el fenómeno del fracaso, tienen un fuerte impacto los negativos efectos externos que produce la mala situación macroeconómica general y que afectan de manera global a todas las empresas en todos los territorios.

Con respecto al análisis del contagio, se ha estudiado a nivel global, industria y construcción. Se puede afirmar que existe contagio significativo para el sector industrial en todo el periodo analizado. Es decir, el hecho de que se incrementen los concursos de acreedores en las provincias vecinas ocasionará un incremento del concurso de acreedores en la provincia analizada durante el mismo periodo. Este contagio, además, se producirá también en el año siguiente. Este efecto de propagación en la industria se traslada al nivel global, con especial fuerza en los periodos previos a la crisis. Aunque por la base de datos utilizada no podemos ahondar en las causas de este contagio, este efecto de propagación es debido probablemente a la influencia negativa que el impago de una determinada empresa ejerce sobre las cuentas de las empresas clientes y proveedoras con las que tiene relación, que es más probable que se encuentren próximas geográficamente.

Durante la crisis, sin embargo, este efecto contagio pierde fuerza a nivel global. Este hallazgo puede deberse a dos circunstancias, la primera, que los factores explicativos de la ocurrencia del concurso de acreedores, en periodo de crisis, pueden ser tantos y tan diversos que el propio efecto contagio de lo que ocurre en otras provincias resulta menos significativo en comparación con lo que está ocurriendo en la economía a nivel macroeconómico y, la segunda, que la influencia del sector industrial sobre la global queda diluida en dichos periodos de crisis. Para la construcción, se puede afirmar que no se produce contagio en ningún caso. Se observa que en periodos de recesión económica tienen mayor relevancia las causas exógenas macroeconómicas y que, por el contrario, en tiempos de bonanza económica tienen mayor predominio los

factores particulares de cada empresa, entre los que podemos incluir la relación de la empresa con el resto y su posible contagio.

Las implicaciones de nuestro primer estudio son claras. El fenómeno del contagio del fracaso existe y se da principalmente en el sector industrial. Dependiendo de las causas que originen cada una de las crisis los gestores macroeconómicos podrán prever si el contagio va a ser mayor a nivel global y en cada una de las provincias cuando la presencia relativa de la industria sea mayor o cuando la crisis tenga una mayor incidencia en ese sector concreto de actividad. Por otro lado, para el sector de la construcción se verifica que son las condiciones externas comunes las que influyen en el fenómeno del fracaso, ya que el efecto contagio es no significativo, y será por tanto a este nivel al que las autoridades tendrán que actuar para luchar contra el fracaso en este sector.

Este análisis nos ha llevado a realizar un tipo de estudio con un componente analítico más profundo, que examine las causas de la ineficiencia del proceso concursal porque, aún siendo importantes las implicaciones de este capítulo, no deja de ser un trabajo estadístico eminentemente descriptivo, en el que se ha apurado al máximo las posibilidades que ofrece el Análisis Exploratorio de Datos Espaciales.

El estudio realizado en el capítulo 3 ha puesto de manifiesto el bajo número de concursos que termina en convenio, que es el objeto del espíritu de la ley concursal. Esta sombría evidencia fue también recogida anteriormente en otros estudios (López *et al.*, 2011; Urquía *et al.*, 2011; Aysun, 2015). El fracaso de la legislación de los procesos de insolvencia empresarial, con tan escaso porcentaje de empresas que terminan en convenio y, por tanto, sobreviven, tiene graves implicaciones en el tejido empresarial productivo de la nación, porque infringe a su vez en un alto coste en términos de desocupación y caída de la actividad económica.

Se puede afirmar que la ineficiencia del concurso de acreedores viene explicada por la concurrencia de múltiples variables, y de entre ellas destacan los costes de agencia asociados a las relaciones entre los distintos actores implicados en el mismo. También se manifiesta claramente que el procedimiento concursal resulta inoperante para lograr que las empresas

superen la crisis por el reducido número de empresas que consiguen llegar a convenio.

Los resultados obtenidos han puesto de manifiesto diferencias significativas en cuanto a la liquidez, solvencia, rentabilidad y tamaño de las empresas que fueron a convenio respecto a las que fueron liquidadas, lo que resulta determinante en la salida exitosa de la situación de insolvencia, en consonancia con lo expuesto en la literatura (Camacho-Miñano *et al.*, 2013; Camacho-Miñano *et al.*, 2015; Segovia-Vargas y Camacho-Miñano, 2012; Segovia-Vargas y Camacho-Miñano, 2018). Ya que los ratios están medidos en el periodo justamente anterior a la declaración de concurso, lo que esta evidencia puede estar poniendo de manifiesto es que las empresas que terminan en liquidación están llegando a ese concurso demasiado tarde.

Se puede afirmar que el éxito en el proceso concursal tiene dos componentes fundamentales. El primero lo encontramos, como hemos comentado, en la situación de la empresa previa a la solicitud del concurso, su mayor situación de liquidez, solvencia, rentabilidad y tamaño. El segundo está en el propio procedimiento y los factores que en él intervienen. Como aportación constatamos que la pertenencia del administrador concursal a una Big4 y el sistema de retribución de éste es determinante en el resultado del concurso. Con relación a este componente, hay que tener en cuenta que el gobierno, pese a los continuos mandatos de la ley, no ha puesto en marcha el fondo de garantía arancelaria para que no se quede el administrador concursal sin percibir la retribución en caso de insuficiencia o inexistencia de masa activa o pueda anticipar parte de los ingresos en los casos de falta de liquidez para poder llevar los costes del concurso y recibir su retribución sin tener que esperar años a que la empresa tenga los recursos suficientes. En la actualidad, se dan un importante número de casos donde el administrador concursal no puede cobrar sus honorarios por insuficiencia de masa activa y no sólo ha tenido los costes de oportunidad de trabajar en balde, sino que, además, ese trabajo le ha costado dinero de su peculio particular. Esta particular ineficiencia podría desvirtuar la relación de agencia y ser otra causa de los costes de agencia concursales.

Finalmente, del análisis multivariante se obtuvieron varios modelos donde se pone de manifiesto, en todos ellos, que la ineficiencia del procedimiento concursal viene explicada por el tamaño y la estructura del activo y del pasivo de la empresa concursada y las ventas, siendo lo que favorece una resolución exitosa del proceso concursal el tener mayor tamaño, una adecuada estructura del corriente con respecto al total de activo y pasivo y una mayor relación de ventas respecto al activo total.

En sucesivos modelos y a raíz de los resultados obtenidos en los análisis univariantes se han ido añadiendo variables respecto a los administradores concursales, los juzgados, la provincia y macroeconómicas. Sólo han resultado explicativas, en el sentido de favorecer la buena resolución del modelo, primero, que el administrador concursal pertenezca a una organización grande que le permita la especialización y disponer de recursos suficientes para desarrollar sus funciones, segundo, el resultado se puede ver afectado por el juzgado concreto que lo lleva, lo que va relacionado con la eficiencia del juzgado aunque los resultados no han sido concluyentes para todas las *proxies* de eficiencia de juzgado utilizadas, debido probablemente al efecto ineficiente generalizado que de los mismos hace el colapso judicial existente desde 2009 y, tercero, es determinante que el año de declaración del concurso y los sucesivos por donde se desenvuelve el procedimiento sean de recesión económica o de expansión.

A efectos de utilidad para la sociedad, esta tesis pone de manifiesto que si se desea aumentar la probabilidad de supervivencia de las empresas que tienen dificultades económico-financieras, el Estado debería estar vigilante para evitar un posible efecto global de contagio cuando se incrementa el fracaso empresarial, y cuidando sobre todo el sector industrial, con el objetivo de cumplir una función de previsión. Esta necesidad de atajar el contagio podría centrarse en habilitar mecanismos para que no haya contagio de empresas enfermas a sanas a través de los saldos de proveedores y clientes. Además, debería estudiar las causas por las cuales las empresas que terminan en liquidación entran en el concurso con una situación económico-financiera distinta que las que terminan en convenio, procurando que aquellas tiendan a pedir el concurso cuando estén en situación parecida a las empresas que

terminan sobreviviendo, y trabajando para que así sea a un nivel pedagógico sobre la clase empresarial, si es necesario, o a un nivel de incentivos de los agentes económicos para que sus intereses se alineen y se solicite el concurso en el momento más económicamente eficiente.

Parece obvio que el Estado debería, además, fomentar, a través de incentivos, la búsqueda de reputación por parte del administrador concursal para que éste sea el factor más decisivo en las relaciones empresa-juzgado-administrador concursal. En esta relación, el Estado debería también analizar por qué hay diferencias en cuanto a la resolución más o menos exitosa de los concursos de acreedores dependiendo del juzgado que lleve el concurso, y establecer los alicientes necesarios para que los menos exitosos se parezcan, en esa gestión, a los que más satisfactoriamente cumplen esa función.

## **LIMITACIONES**

---

Las principales fuentes de información se encuentran en el INE, en el Colegio de Registradores y en el Consejo Superior del Poder Judicial, si bien la información suministrada por las mismas en lo relativo a las variables de las que disponen es muy limitada.

En el presente trabajo la falta de información respecto al número de empresas por sector y provincia ha condicionado el estudio del efecto contagio al no poder ponderarse el número de concursos de los sectores objeto de análisis por dicha cifra, sino por el número de locales de cada provincia, con el objeto de quitar el efecto del asimétrico reparto de empresas en el territorio nacional. Este hecho no ha impedido analizar la incidencia concursal en porcentaje con respecto al total de empresas en el análisis a nivel global.

Respecto a la información sobre el concurso de acreedores que es publicada por el Colegio de Registradores de España, se concreta en unos anuarios sin que se tenga acceso público desagregado a las variables utilizadas en dichos anuarios. También la información aportada por el Consejo Superior del Poder Judicial de forma pública es muy reducida.

Resulta incomprensible, dada la importancia que el concurso de acreedores tiene en la economía y, por tanto, en el bienestar de los ciudadanos, esta asimétrica y escasa estadística concursal. Se espera que en el futuro se extraiga de los Juzgados de lo Mercantil una estadística más completa, tan necesaria para la investigación en este campo, que más allá de la justificación curricular del investigador sea de utilidad social dada la necesidad de tener una mayor comprensión del fenómeno para así poder actuar sobre él en beneficio del ser humano, fin último de cualquier disciplina.

Con respecto a las limitaciones de nuestro trabajo es cierto que no se ha profundizado en los análisis hasta el punto de localizar e identificar del grupo de empresas concursadas que terminan en liquidación las que son económicamente inviables, para aislar del estudio estas empresas que iban a terminar en liquidación independientemente de la mayor o menor eficiencia del concurso, pero este hecho no desvirtúa de forma considerable los resultados porque al considerar como empresas económicamente inviables, de forma indiscutible, aquellas que solicitaron la declaración de concurso con liquidación, supuesto equiparable a la antigua quiebra, y que son las que al inicio del proceso el deudor concursado tiene suspendidas las capacidades de administración, representan sólo el 17,72% en 2015, que es el porcentaje más alto que se ha observado (el 15,15% en el 2014), del total del concurso declarados. Esto supone que menos del 18% de los concursos se pueden considerar *a priori* económicamente inviables y que al compararlos con el 92,52% de empresas que acaba en liquidación y con el 7,48% de concursos que culmina con éxito (Almazor, 2015) hace que éste conjunto de concursos de empresas inviables económicamente no represente un sesgo reseñable. Por otro lado, continúa siendo una gran limitación para este tipo de investigaciones la escasez de bases de datos completas, accesibles y fiables, y la falta de variables de la estadística pública concursal.

## **FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

---

Identificadas en este trabajo las causas de la ineficiencia y el modelo con las variables que la explican queda conocer los mecanismos causa-efecto que hay detrás de ellos. Los futuros trabajos que esclarezcan estos citados mecanismos se realizarán desde dos vías: la primera, con entrevistas a los distintos actores del procedimiento concursal, esto es, administradores concursales (economistas y abogados), jueces y letrados de la administración de justicia de los juzgados mercantiles, acreedores y deudores. La segunda, consiste en estudios del caso de concursos de acreedores relevantes en dos grupos que hayan concluido en convenio y en liquidación.

También resultará de interés repetir los análisis del presente trabajo cuando se tenga una muestra de varios años en crecimiento económico para comparar los resultados con los actuales que corresponden en su mayoría a un periodo de recesión económica.

Sería interesante también profundizar en el análisis sobre la composición de los recursos ajenos de la empresa y analizar si el mayor o menor peso de la deuda comercial tiene incidencia sobre el resultado del concurso o sobre el momento en el que se pide el concurso. En este sentido, sería muy útil analizar, además, si las empresas que terminan liquidadas están en gran medida condicionadas por el diferente momento del tiempo y la distinta situación económico-financiera en la que entran en el concurso. Así, el posible retraso por parte de la empresa en pedir el concurso podría ser un factor muy interesante a considerar en los análisis. Las causas de ese posible retraso, si lo hubiere, permitirían a las autoridades poner en marcha medidas para tratar de minimizar esta potencial ineficiencia.

# BIBLIOGRAFÍA

- Aguiar Díaz, I. y Díaz Díaz, N.L. (2015). “Calidad de la Auditoría, Second-Tier y Tamaño: Su Efecto en las Empresas Fracasadas no Cotizadas Españolas”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 44 (1), pp. 24-46.
- Aguiar-Díaz, I. y Ruiz-Mallorqui, M.V. (2013). “Conflicto entre acreedores y resolución del concurso en España”, *Universia Business Review*, tercer trimestre, pp. 50-65.
- Albarracín, D. (2009). “La Crisis Económica Española en la Larga Agonía del Capitalismo Tardío”, *Viento Sur: Por una Riqueza Alternativa*, vol. 105, pp. 97-109.
- Almazor, E. van H. (2015). *Estadística Concursal 2015*. Colegio de Registradores.
- Almazor, E. van H. (2016). *Estadística Concursal 2016*. Colegio de Registradores.
- Altman, E. I. (1968). “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *The Journal of Finance*, vol. 23 (4), pp. 589–609.
- Ang, J.S.; Chua, J.H. y McConnell, J.J. (1982). “The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Nota”, *The Journal of Finance*, vol. 37 (1), pp. 219-226.
- Anselin, L. (2003), “An Introduction to Spatial Autocorrelation Analysis with GeoDa”, <http://sal.agecon.uiuc.edu/>.
- Anselin, L. (2005), *Exploring Espatial Data with GeoDa: A Workbook*.
- Ara, C. (2014). “Are the New Spanish Legally Enhanced Workouts that ‘Fancy’?”, *Revista para el Análisis del Derecho*, InDret 3/2014, [www.indret.com](http://www.indret.com).
- Aysun, U. (2015). “Duration of bankruptcy proceedings and monetary policy effectiveness”, *Journal of Macroeconomics*, vol. 44, pp. 295–302.
- Bastos, R. y Pindado, J. (2013). “Trade credit during a financial crisis: A panel data analysis”, *Journal of Business Research*, vol. 66, pp. 614-620.

- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J.F. y Sánchez-Vidal, F.J. (2014). “Financial conservatism of private firms”, *Journal of Business Research*, vol. 67 (11), pp. 2419–2427.
- Boissay, F. (2006). “Credit chains and the propagation of financial distress”, *European Central Bank Working Paper*, vol. 573. European Central Bank, Frankfurt.
- Brédart, X. (2014). “Bankruptcy Prediction Model: The Case of the United States. International”, *Journal of Economics and Finance*, vol. 6 (3).
- Buehler, S., Kaiser, C. y Jaeger, F. (2012). “The geographic determinants of Bankruptcy: evidence from Switzerland”, *Small Business Economics*, vol. 39, pp. 231-251.
- Buendía Azorín, J.D., Esteban Yago, M. y Sánchez de la Vega, J.C. (2012). “Estimación de la Renta Bruta Disponible Municipal Mediante Técnicas de Econometría Espacial. Un Ejercicio de Aplicación”, *Revista de Estudios Regionales*, vol. 43, pp 119-142.
- Calvo-Flores Segura, A., García Pérez de Lema, D. y Madrid Guijarro, A. (2007). “Tamaño, Antigüedad y Fracaso Empresarial”, *GAEDPYME Working Paper*, vol. 1.
- Camacho-Miñano, M.M., Pascual-Ezama, D. y Urquía-Grande, E. (2013). “On the Efficiency of Bankruptcy Law: Empirical Evidence in Spain”, *International Insolvency Review*, vol. 22 (3), pp. 171–187.
- Camacho-Miñano, M.M., Segovia-Vargas, M.J. y Pascual-Ezama, D. (2015). “Which Characteristics Predict the Survival of Insolvent Firms? An SME Reorganization Prediction Model”, *Journal of Small Business Management*, vol. 53 (2), pp. 340–354.
- Cámara Turull, X. (2015). “Efectos de la Crisis en la Estructura de Capital y Predicción del Fracaso Empresarial del Sector Químico Español: Un Análisis mediante Mapas Autoorganizados”. *Tesis Doctoral*. Universitat Rovira I Virgili.

- Celentani, M., García-Posada, M. y Gómez, F. (2012). "The Spanish business Bankruptcy Puzzle", Work in paper.
- Chirinos, M.G. (2013). "Medición de contagio e interdependencia financieros mediante cópulas y eventos extremos en los países de la América Latina", *El Trimestre Económico*, vol. 80, pp. 169-206.
- Claessens, S. y Klapper, L.F. (2005). "Bankruptcy Around the World: Explanation of its Relative Use", *American Law and Economics Review*, vol. 7 (1), pp. 253-283
- Claessens, S., Djankov, S. y Klapper, L.F. (2003). "Resolution of Corporate Distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, vol. 10 (1-2), pp. 199-216.
- Cliff, A. y Ord, J. (1981). "*Spatial processes, models and applications*". London: Pion.
- Correa Rodríguez, A., Acosta Molina, M. y González Pérez, A.L. (2003). "La Insolvencia Empresarial: un Análisis Empírico para la Pequeña y Mediana Empresa", *Revista de Contabilidad*, vol. 6 (12), pp. 47-79.
- Couwenberg, O. (2001). "Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence", *European Journal of Law and Economics*, vol. 12, pp. 253-273.
- Djankov, S., De la Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2002). "The Regulation of Entry", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (1), pp. 1-37.
- EPA (2013). "Encuesta de Población Activa".
- Fernández, A.I. (2004). "La Reforma Concursal: ¿Un Diseño Eficiente?", *Universia Business Review – actualidad económica – 2º trimestre*.
- Fisher, T.C. y Martel, J. (1995). "The creditors financial reorganization decision: new evidence for Canadian data", *Journal of law, Economics and Organization*, vol. 11, pp. 112-126
- Flores, M.A. y Villareal, A. (2014), "Exploración de la geografía de la innovación en México por medio del análisis de datos espaciales", *El Trimestre Económico*, vol. 81 (2), pp. 517-544.

- Frieden, M., Wielenberg, S., Gassen, J., Gehrig, T., Schiller, U., Schneider, G., y Simons, D. (2017). "Insolvency administrator's incentives and the tradeoff between creditor satisfaction and efficiency in bankruptcy procedures", *Business Research*, vol. 10, pp. 159–187.
- García Montalvo, J. (2009). "Los Orígenes Inmobiliarios de la Crisis Económica Actual", *La Crisis Económica de la Economía Española. Lecciones y Propuestas*, 2ª Edición. FEDEA.
- García-Posada, M. y Mora-Sanguinetti, J.S. (2012). "El uso de los concursos de acreedores en España", *Boletín Económico nº 12*– Banco de España – ISSN 1579-8623 (edición electrónica).
- García Posada, M. y Vargas, R. (2016). "Las Reformas de la Ley Concursal durante la gran recesión". Documentos de trabajo nº 1.610. Banco de España. ISSN 1579-8666
- García-Appendini, E. (2014). "The Real Costs of Industry Contagion", University of St.Gallen", *School of Finance Research Paper*, vol. 10, (<http://ssrn.com/abstract=2456222>),<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2456222>)
- Giesecke, K., y Weber, S. (2006). "Credit contagion and aggregate losses", *Journal of Economics, Dynamics & Control*, vol. 30, pp. 741–767.
- Giordani, P., Jacobson, T., Von Schedvin, E. y Villani, M. (2014). "Taking the twists into account: Predicting firm bankruptcy risk with splines of financial ratios", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 49 (4), pp. 1071–1099.
- Hall, G., Hutchinson, P. y Michaelas, N., (2004). "Determinants of the capital structures of European SMEs", *Journal of Business and Finance Accounting*, vol. 31 (5/6), pp. 711–728.
- Haugen, R.A. y Senbet, L.W. (1988). "Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to the Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 23 (1), pp. 27-38.

- Herrarte Sánchez, A. (2003). "Modelo Renta Gasto. La Dinámica del Multiplicador Keynesiano en una Economía Cerrada con Sector Público", [http://www.uam.es/personal\\_pdi/economicas/ainhoahe/pdf/multiplicadores\\_pf.pdf](http://www.uam.es/personal_pdi/economicas/ainhoahe/pdf/multiplicadores_pf.pdf)
- Hunsader, K., Natalya, D. y Gwendolyn, P. (2013). "Competitive strategy and industry contagion following traditional Chapter 11 bankruptcy announcements", *Managerial Finance*, vol. 39 (11), pp.1032–1055.
- Jorion, P. y Zhang, G. (2009). "Credit contagion from counterparty risk", *Journal of Finance*, vol. 64, pp. 2053–2087.
- Jovanovic, B. (1982). "Selection and the Evolution of Industry", *Econometrica*, vol. 50 (3), pp. 649–670.
- Kiyotaki, N. y Moore, J.H. (1997). "Credit chains", Mimeo.
- Kiyotaki, N. y Moore J.H. (2002). "Balance-sheet contagion", *American Economic Review*, vol. 92, pp.46–50.
- Labatut Serer, G.; Pozuelo Campillo, J. y Veres Ferrer, E.J. (2009). "Modelización Temporal de los Ratios Contables en la Detección del Fracaso Empresarial de la PYME Española", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 38 (143), pp. 423-447.
- Lee, Y. y Poon, S. (2014). "Credit contagion channel and its consequences via the standard portfolio credit risk model", *The Journal of Credit Risk*, vol. 10, pp. 33-62.
- Leland, H.E. (1998). "Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 53 (4), pp. 1213-1243.
- Lizárraga Dallo, F. (1997). "Utilidad de la Información Contable en el Proceso de Fracaso: Análisis del sector Industrial de la Mediana Empresa Española", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 26 (92), pp 871-915.
- López Gutiérrez, C., García Olalla, M. y Torre Olmo, B. (2011). "Valoración Económica de la Eficiencia de los Sistemas Concursales: Un Análisis Empírico Internacional", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 11 (150), pp. 221-250.

- López Gutiérrez, C., Torre Olmo, B. y Sanfilippo Azofra, S. (2012). "Firms' Performance under Different Bankruptcy Systems: a Europe-USA Empirical Analysis", *Accounting and Finance*, vol. 52, pp. 849-872.
- López Valverde, A., y Llebot Majó, J.O. (2015). "La Retribución de la Administración Concursal: Análisis y Perspectiva", [https://dugidoc.udg.edu/bitstream/handle/10256/12064/Lopez\\_Valverde.pdf?sequence=1](https://dugidoc.udg.edu/bitstream/handle/10256/12064/Lopez_Valverde.pdf?sequence=1).
- Lopez-Gracia, J. y Aybar-Arias, C. (2000). "An Empirical Approach to the Financial Behaviour of Small and Medium Sized Companies", *Small Business Economics*, vol. 14 (1), pp. 55-63.
- Luengo Gallego, J.A. (2011). "El Espacio y la Actividad Industrial en España", <http://clio.rediris.es>. ISSN: 1139-6237.
- Manzaneque Lizano, M., Banegas Ochovo, R. y García Pérez de Lema, D. (2010). "Diferentes Procesos de Fracaso Empresarial: un Análisis Dinámico a través de la Aplicación de Técnicas Estadísticas Clúster", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 19 (3), pp 67-88.
- Martínez Cañellas, A. (2008). "Necesidad de Modificar el Plazo para la Presentación del Informe de la Administración Concursal", *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*, vol. 8, pp. 295-299.
- Maté Sánchez Val, M.L., Hernández Cánovas, G., Sánchez Vidal, J., y Mínguez Vera, A. (2013). "¿Hay efectos de interacción regional en el comportamiento financiero de las PYME?", *El Trimestre Económico*, vol. 80, pp. 841-867.
- Mathur, A. (2009). "A spatial model of the impact of bankruptcy law on entrepreneurship", *Spatial Economic Analysis*, vol.4, pp. 25-51.
- Menezes Ferreira Junior, V. y Rodil Marzábal, O. (2012). "La Crisis financiera Global en Perspectiva: Génesis y Factores Determinantes", *Revista Economía Mundial*, vol. 31, pp 199-226.

- Mora Enguádanos, A. (1994). “Los Modelos de Predicción del Fracaso Empresarial: una Aplicación Empírica del Logit”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24 (78), pp 203-233.
- Mora Enguádanos, A. (1995). “Utilidad de los Modelos de Predicción de la Crisis Empresarial”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24 (83), pp 281-300.
- Moran, P.A.P. (1950). “Notes on continuous stochastic phenomena”, *Biometrika*, vol. 37 (1/2), pp. 17-27.
- Moreno Pinedo, M. (2009). “Informe de la UNCTAD sobre la Crisis Económica”, *Boletín Económico de ICE*, vol. 2968.
- Muñoz Izquierdo, N., Camacho Miñano, M.M. y Pascual Ezama, D. (2017). “Contenido del Informe de Auditoría en el Año Previo a la Declaración del Concurso de Acreedores. Contraste Empírico para el Caso Español”, *Spanish Journal of Finance and Accounting*, vol.46 (1), pp. 92-126.
- OCDE (1994). OECD jobs study: facts, analysis, strategies.
- Papillón Olmedo, R. (2008). “La Crisis Económica Española”, *Conferencia Anual de Antiguos Alumnos – Universidad CEU-San Pablo*”.
- Pozuelo Campillo, J., Labatut Serer, G. y Veres Ferrer, E. (2009). “Análisis Descriptivo de los Procesos de Fracaso Empresarial en Microempresas Mediante Técnicas Multivariantes”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 19 (3), pp 47-66.
- Rodríguez Fuentes, C.C., Mate Sánchez-Val, M.L. y López Hernandez, F.A. (2017). “El contagio en el fracaso empresarial como consecuencia de la proximidad geográfica: un análisis con los estadísticos join-count aplicado al sector servicios”, *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, vol. 23, pp. 75-97.
- Sánchez Moral, S. (2004). “El Estudio Econométrico de la Concentración Espacial de la Industria: Ejemplo de Aplicación en Madrid, Toledo y Guadalajara”, *Anales de Geografía*, vol. 24, pp. 207-227.

- Sánchez Rivero, M. (2008). “Análisis Espacial de Datos y Turismo: Nuevas Técnicas para el Análisis Turístico. Una Aplicación al Caso Extremeño”, *Revista de Estudios Empresariales*, vol. 2, pp. 48-66.
- Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J.F. (2005). “Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol.25 (4), pp 341–355.
- Sánchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J.F. (2012). “Are the Implications of the Financial Growth Cycle Confirmed for Spanish SMEs?”, *Journal of Business Economics and Management*, vol. 13 (4), pp 637-665.
- Segovia Vargas, M.J. y Camacho Miñano, M.M (2012). “¿Qué indicadores Económico-Financieros Podrían Condicionar la Decisión del Experto Independiente Sobre la Supervivencia de una Empresa en su Fase Preconcurso? Evidencia Empírica en España”, *Cuadernos de Contabilidad*, vol. 13 (32), pp. 97-119.
- Segovia Vargas, M.J. y Camacho Miñano, M.M (2018). “Análisis de la Viabilidad Empresarial en el Precurso de Acreedores”, *Contaduría y Administración*, vol. 63 (1), pp. 1-17.
- Stucchi, P., y Raygada, L. (2011). “Los problemas de agencia entre los Acreedores y el Liquidador: Una aproximación a las soluciones desde la jurisprudencia administrativa”, *Selected Works of Pierino Stucchi April*, Retrieved from [https://works.bepress.com/pierino\\_stucchi/8/](https://works.bepress.com/pierino_stucchi/8/)
- Sundgren, S. (2009). “Perceived Audit Quality, Modified Audit Opinions and the Likelihood of Liquidating Bankruptcy among Financially Weak Firms. International”, *Journal of Auditing*, vol. 13 (3), pp. 203–221.
- Tian, S., Yu, Y. y Guo, H. (2015). “Variable selection and corporate bankruptcy forecast”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 52, pp. 89–100.
- Tsuruta, D. (2013), “Credit Contagion and Trade Credit: Evidence from Small Business Data in Japan”, *Asian Economic Journal*, vol. 27, pp. 341-367.

- Uesugi, I., y Yamashiro G.M. (2008). "The relationship between trade credit and loans: evidence from small businesses in Japan", *International Journal of Business*, vol. 13, pp. 141–163.
- Urquía Grande, E., Camacho Miñano, M.M. y Pascual-Ezame, D. (2011). "¿Son eficientes los procesos concursales?", *Estrategia Financiera*, vol. 279, 58-65.
- Van Hemmen, E.F. (2011). "Formalismo Judicial, Control e Incentivos en el Concurso de Acreedores", *Estabilidad Financiera*, vol. 16, pp. -1454.
- Villacorta Rodríguez, D. y Ballina Ballina, F.J. (2002). "Los Factores Internos como Explicación del Fracaso Hotelero", *Estudios Turísticos*, vol. 153, pp. 41-60.
- Wang, C.A (2012). "Determinants of the Choice of Formal Bankruptcy Procedure: An International Comparison of Reorganization and Liquidation", *Emerging Markets Finance & Trade*, vol. 48 (2), pp. 4-28.