

Este artículo ha sido elaborado por Miguel García-Posada y Juan S. Mora-Sanguinetti, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El concurso de acreedores es un procedimiento legal que tiene como objetivo reconducir una situación de insolvencia de un prestatario bien a través de un convenio entre los acreedores y la empresa deudora o bien mediante la liquidación de esta. En el primer caso se fomenta un acuerdo entre las dos partes de tal forma que los acreedores recuperen la máxima proporción de crédito posible y la compañía continúe operando. En la liquidación, por el contrario, esta termina sus actividades y su patrimonio es dividido entre los prestamistas.

El uso de los concursos de acreedores por parte de las empresas españolas es muy escaso en comparación con el de la mayoría de economías desarrolladas. Aunque durante la crisis económica ha aumentado significativamente, la tasa de concursos (ratio entre concursos y número de compañías) sigue estando muy por debajo de la que se observa en otros países desarrollados. Así, por ejemplo, mientras que en España hubo en 2010 alrededor de 15 concursos por cada 10.000 empresas, en Japón hubo 88; en Alemania, 89; en Estados Unidos, 98; en el Reino Unido, 137, y en Francia, 217.

En este contexto, el objetivo de este artículo es discutir los factores que podrían explicar que la tasa de concursos de acreedores sea en nuestro país comparativamente más reducida que en otras economías de nuestro entorno. Para ello, en la segunda sección se resumen las principales características de la regulación de los concursos en España; en la tercera, se describe su uso y se compara con el de otras áreas; en la cuarta, se comentan algunos posibles factores explicativos de la baja utilización en España, centrándose especialmente en el mayor atractivo relativo del procedimiento de ejecución hipotecaria; y en la quinta se presentan las principales conclusiones.

### Principales características del procedimiento concursal en España

Los procedimientos para gestionar los casos de insolvencia en España se rigen actualmente por la Ley Concursal (en adelante LC) que fue aprobada en 2003<sup>1</sup> y entró en vigor el 1 de septiembre de 2004. Esta ley supuso la primera renovación en profundidad de la normativa concursal en más de un siglo, sustituyendo las disposiciones relativas a la quiebra y suspensión de pagos del antiguo Código de Comercio de 1829 y la Ley de Suspensión de Pagos de 1922.

El sistema concursal español vigente consta de un único procedimiento de insolvencia, el concurso de acreedores, si bien existen dos variantes dentro del mismo: el concurso ordinario y el abreviado, que es una versión simplificada pensada inicialmente para empresas pequeñas, pero que actualmente se aplica también en otros casos<sup>2</sup>. Este sistema también puede ser utilizado por las personas físicas, si bien este artículo se centra en el caso de las empresas. No se aplica, en cambio, a las Administraciones Públicas, que están regidas por otros principios y normas.

<sup>1</sup> Ley 22/2003, de 9 de julio.

<sup>2</sup> El procedimiento abreviado se aplica en los siguientes casos: a) empresas cuyos activos y pasivos estimados no superan los 5 millones de euros y tienen menos de 50 acreedores; b) existencia de propuesta anticipada de convenio; c) cuando en la solicitud se presente una propuesta de liquidación de la empresa mediante su venta como unidad de negocio.

El concurso de acreedores puede ser utilizado tanto por empresas que han suspendido pagos como por aquellas que, aun estando al corriente en sus obligaciones con sus acreedores, anticipan que su incapacidad para hacer frente a sus pagos es inminente. La solicitud de concurso puede ser realizada por cualquiera de los acreedores o por la propia compañía deudora, que de hecho está obligada a presentarla en un plazo de dos meses desde que está en una situación de insolvencia<sup>3</sup>. En caso de no hacerlo, se presumirá culpa por parte de los gerentes de la empresa, lo cual puede acarrear importantes sanciones.

Cada solicitud de concurso es analizada por un juez de lo mercantil, que podrá aceptarla o denegarla. En el caso de que se declare el concurso, el juez tiene amplias competencias para decidir una multitud de materias importantes para el funcionamiento de la empresa, como por ejemplo su política laboral. Además, puede solicitar a la compañía de forma inmediata diversas medidas cautelares o una fianza para cubrir posibles daños y perjuicios. Una vez declarado el concurso, nombrará un administrador, que tendrá que ser un abogado, un economista, un auditor o un titulado mercantil con amplia experiencia en derecho concursal. El objetivo de la administración concursal es identificar y aclarar tanto las deudas como los activos de la sociedad concursada, ayudando a determinar por tanto su viabilidad.

El grado de autonomía de la empresa concursada es distinto según quien solicite el concurso. Si es la propia compañía (concurso voluntario), esta continúa gestionando su patrimonio y su actividad comercial, si bien sus operaciones son supervisadas por el administrador. Si es solicitado por los acreedores (concurso necesario), los directivos son relevados de sus funciones y la gestión de la empresa es llevada a cabo por el administrador. Desde la entrada en vigor de la LC, aproximadamente el 94 % de los concursos han sido voluntarios<sup>4</sup>, lo que refleja los fuertes incentivos de los deudores a solicitar el concurso antes de que lo hagan sus acreedores.

El procedimiento puede terminar en un convenio entre el deudor y los acreedores, lo que implica la supervivencia de la empresa, o bien en la liquidación de esta. En el primer supuesto, se pacta una quita y una espera, es decir, una reducción en el nominal de la deuda y un calendario de pagos. El convenio puede ser propuesto tanto por el deudor como por los acreedores, aunque en la práctica es casi siempre el primero el que lo hace [Celentani *et al.* (2010)]. En caso de liquidación se paga a los acreedores mediante la venta de los activos de acuerdo con el orden de prelación establecido en la LC. La liquidación únicamente puede ser propuesta por el deudor o, en caso de que no se alcance un convenio, por parte del administrador concursal. Aunque la LC considera el convenio como la solución normal del concurso, en la práctica la gran mayoría de las compañías concursadas acaban siendo liquidadas. Entre 2004 y 2008 solo un 5 % de los concursos resultaron en convenio<sup>5</sup>. Estimaciones para el período 2009-2011 sugieren que esta pauta se habría mantenido durante los últimos ejercicios [véase Van Hemmen (2012 y 2008)].

Durante todo el procedimiento concursal existe una suspensión automática de todos los créditos no garantizados, es decir, no se puede iniciar ninguna acción legal encaminada al cobro de dichas deudas. Los acreedores con garantía real sobre activos integrados en el proceso productivo del deudor también se ven afectados por la suspensión, por lo que

3 La LC presupone insolvencia cuando no se han pagado impuestos, cotizaciones a la seguridad social o salarios en los últimos tres meses.

4 Fuente: INE, Estadística del Procedimiento Concursal.

5 Fuente: Consejo General del Poder Judicial.

no pueden llevar a cabo la ejecución o realización forzosa de la garantía hasta que se apruebe un convenio cuyo contenido no afecte al ejercicio de este derecho o trascurra un año desde la declaración de concurso sin que se hubiera producido la apertura de la liquidación. Asimismo, durante todo este período queda suspendido el devengo de intereses, salvo en el caso de los créditos con garantía real y los créditos salariales.

La crisis económica puso de manifiesto algunas deficiencias de la LC, por lo que ha sido reformada ya en dos ocasiones, a través del Real Decreto-Ley 3/2009<sup>6</sup> y la Ley 38/2011<sup>7</sup>. La primera norma facilitó las propuestas de convenio anticipado<sup>8</sup>, aumentó la protección de las garantías asociadas a acuerdos de refinanciación, incrementó el ámbito de utilización del procedimiento abreviado a empresas de mayor tamaño y estipuló un límite máximo en las retribuciones de los administradores concursales. La segunda ha fomentado los acuerdos de refinanciación como vía alternativa al concurso, ha ampliado las circunstancias bajo las cuales se puede usar el procedimiento abreviado y ha establecido la posibilidad de que los administradores concursales sean personas jurídicas, es decir, sociedades profesionales. Esta segunda reforma ha entrado en vigor muy recientemente, el 1 de enero de 2012, por lo que aún es pronto para evaluar sus efectos.

## El uso del sistema concursal en España

Una medida comúnmente utilizada para aproximar la importancia relativa de los concursos de acreedores es la tasa de concursos empresariales (número de empresas concursadas dividido por el total de compañías de la economía). Como muestra el cuadro 1, en 2006 España tenía, después de Polonia, la segunda tasa de concursos empresariales más baja de entre los países analizados. Con un indicador alternativo en el que se utiliza en el denominador el número de empresas que salen del mercado se obtiene un resultado similar (véase tercera columna del cuadro 1)<sup>9</sup>. Por tanto, la baja tasa de concursos en nuestro país no parece guardar relación con la también reducida tasa de salida de empresas [Núñez (2004) y López-García y Puente (2006)].

Desde el inicio de la crisis económica ha aumentado significativamente el número de concursos en España, tal y como se puede apreciar en el primer panel del gráfico 1, pero la tasa sigue siendo muy baja, situándose muy por debajo de la que se observa en otras economías desarrolladas (véase cuadro 1). Por ejemplo, mientras que en España hubo alrededor de 15 concursos por cada 10.000 empresas en 2010, en Japón hubo 88; en Alemania, 89; en Estados Unidos, 98; en el Reino Unido, 137, y en Francia, 217<sup>10</sup>.

El segundo panel del gráfico 1 muestra la evolución de las tasas de concursos distinguiendo entre empresas micro (menos de 10 trabajadores), pequeñas (entre 10 y 49) y medianas

6 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.

7 Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

8 La propuesta anticipada de convenio la puede presentar el deudor junto con la propia solicitud de concurso voluntario o, cuando se trate de concurso necesario, hasta la expiración del plazo de comunicación de créditos, siempre que vaya acompañada de adhesiones de acreedores en el porcentaje que la LC establece. Su objetivo es acelerar el proceso concursal, con el consiguiente ahorro de costes.

9 Para mejorar la comparabilidad entre los países, no se incluyen las salidas de empresas en los sectores con alta presencia del sector público (educación, salud, actividades sociales y servicios personales), pues en dichos sectores la extinción de ciertas compañías puede deberse a motivos no relacionados con su solvencia económica.

10 Nótese que, potencialmente al menos, este indicador podría estar afectado por un sesgo a la baja como consecuencia de la existencia de empresas sin actividad económica que, en realidad, no deberían incluirse en el denominador de la ratio. Este sesgo, sin embargo, difícilmente puede explicar por sí solo la baja posición relativa de España. De hecho, en un escenario extremo y poco realista en el que se excluyesen del denominador de la ratio todas las empresas que en España declaran que no tienen asalariados, la tasa de concursos seguiría siendo reducida en términos comparativos: un 5,3 en 2006 y un 31,7 en 2010.

	2006		2010
	Tasa de concursos (a)	Tasa de concursos condicional (b)	Tasa de concursos (a)
Polonia	1,8	-	1,8
España	2,6	0,4	14,6
República Checa	5,4	1,2	6,6
Singapur	5,9	-	5,6
Brasil	6,0	2,7	5,9
Grecia	6,8	-	10,2
Corea del Sur	7,8	-	4,8
Hong Kong	8,1	-	4,9
Taiwán	10,0	-	4,6
China	11,2	-	7,5
Portugal	15,0	1,5	37,4
Italia	25,5	4,0	25,3
Canadá	29,8	9,2	16,8
Eslovaquia	32,7	4,5	15,0
Estados Unidos	33,5	4,8	97,8
Irlanda	53,4	3,2	86,0
Suecia	67,1	17,9	75,3
Dinamarca	67,6	9,5	207,4
Países Bajos	79,6	12,4	84,1
Japón	86,6	-	87,9
Noruega	95,5	19,6	126,4
Alemania	96,3	12,2	89,1
Finlandia	96,6	11,7	105,9
Bélgica	107,2	30,0	124,1
Reino Unido	114,7	12,2	137,3
Hungría	135,0	16,8	305,3
Suiza	151,6	43,6	172,5
Francia	178,6	28,5	216,6
Luxemburgo	231,6	30,6	307,6
Austria	239,8	28,8	212,0
Rusia	-	-	33,6
Australia	-	-	56,5
Estonia	-	-	165,7
Lituania	-	-	255,5
Letonia	-	-	368,4

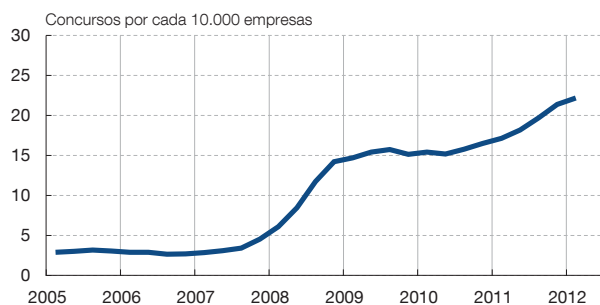
FUENTES: García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012); García-Posada (2012).

- a Número de concursos de acreedores empresariales partido por el número de empresas existentes, multiplicado por 10.000.  
b Número de concursos de acreedores empresariales partido por el número de empresas que salen del mercado, en porcentaje.

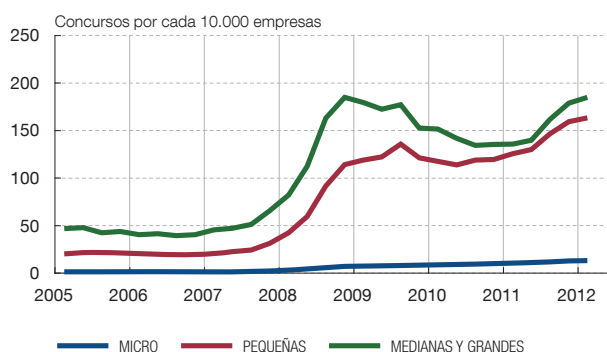
y grandes (más de 49). Este gráfico revela que las tasas de concursos de las microempresas han sido siempre mucho más bajas que las del resto de sociedades. Dado que este tipo de compañías representan alrededor del 95 % del total de empresas españolas, el nivel de la tasa de concurso agregada está muy condicionado por el reducido valor de este indicador en las de menor dimensión.

Otra desagregación de interés es la que atiende a la forma jurídica de las empresas. En el tercer panel del gráfico 1 se presenta la evolución de las tasas de concursos de so-

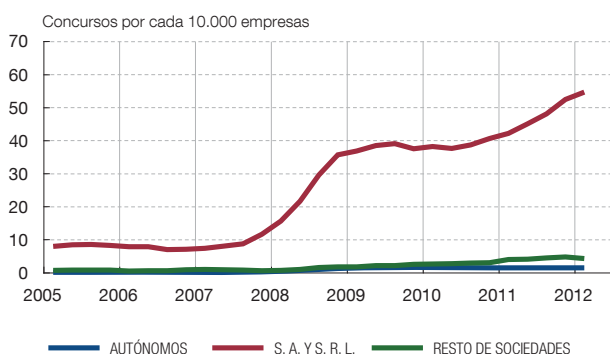
TASA DE CONCURSOS EMPRESARIALES AGREGADA (CUATRO TRIMESTRES ACUMULADOS)



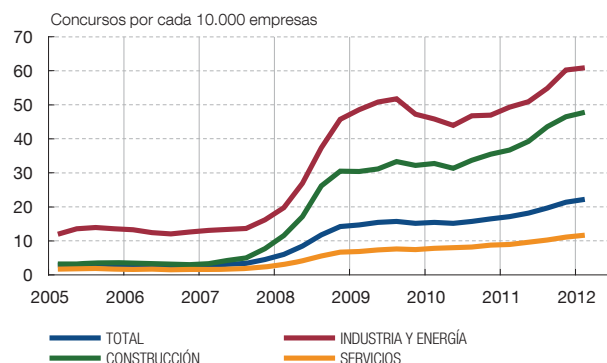
TASAS DE CONCURSOS EMPRESARIALES POR TAMAÑO (CUATRO TRIMESTRES ACUMULADOS)



TASAS DE CONCURSOS EMPRESARIALES POR FORMA JURÍDICA (CUATRO TRIMESTRES ACUMULADOS)



TASAS DE CONCURSOS EMPRESARIALES POR SECTOR (CUATRO TRIMESTRES ACUMULADOS)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

ciudades mercantiles con responsabilidad limitada (sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada), otras sociedades mercantiles con responsabilidad ilimitada o híbrida<sup>11</sup> y la de los autónomos. Se observa cómo las empresas cuyos socios gozan de responsabilidad limitada tienen una propensión mucho mayor a entrar en concurso.

Por último, el desglose de este indicador por sectores productivos evidencia que la industria y energía son las actividades que presentan tradicionalmente unos niveles más elevados, seguidos por la construcción. Por el contrario, en los servicios los valores son mucho más bajos. Este patrón, que no ha cambiado durante la actual crisis económica, vendría explicado fundamentalmente por el distinto peso de microempresas y autónomos en los diferentes sectores.

Por ejemplo, el porcentaje de autónomos, en el período 2008-2012, fue de en torno al 76% en el sector servicios, por un 38% en la construcción y un 32% en industria y energía<sup>12</sup>. El peso de las microempresas es también más elevado en los servicios que en las otras ramas productivas<sup>13</sup>.

11 Cooperativas, sociedades colectivas, sociedades comandatarias, comunidades de bienes, asociaciones y organismos autónomos.

12 Fuente: Instituto Nacional de Estadística, Directorio General de Empresas.

13 En concreto, representan el 95% del total de empresas en el sector servicios, el 89% en la construcción y el 79% en industria y energía (Eurostat, 2007).

## Posibles factores explicativos del bajo uso del sistema concursal en España

### EL ATRACTIVO RELATIVO DE OTROS PROCEDIMIENTOS ALTERNATIVOS

El menor uso del concurso de acreedores en España sugiere que en nuestro país una mayor proporción de las situaciones de insolvencia son resueltas mediante mecanismos alternativos. Las dos principales alternativas son las renegociaciones privadas entre deudor y acreedores y la ejecución hipotecaria de los bienes de la empresa (en el caso de los préstamos con garantía hipotecaria).

En una renegociación privada los principales acreedores de la empresa insolvente actúan de una manera coordinada para, o bien reestructurar la deuda —de tal forma que la empresa tiene la oportunidad de mantenerse activa—, o bien liquidarla de manera ordenada. Las principales ventajas de esta opción respecto al concurso de acreedores son el ahorro de los costes del proceso (sueldos de abogados, procuradores, administradores concursales, jueces, etc.), y evitar la posible publicidad adversa. A pesar de ello, las renegociaciones privadas pueden ser inviables debido a problemas de coordinación entre los diversos acreedores y de información asimétrica entre estos y la compañía deudora [Gilson *et al.* (1990)]. Por lo tanto, la incidencia de las renegociaciones privadas tiende a ser mucho más alta en las sociedades con pocos acreedores y con estructuras de capital sencillas [Morrison (2008)].

Mediante las ejecuciones hipotecarias los acreedores pueden solicitar al juzgado competente la venta forzosa de la garantía del préstamo mediante subasta pública para recuperar —al menos parcialmente— el importe prestado. La garantía de un contrato hipotecario es un activo real (suelo, inmuebles y aquella maquinaria que se encuentre dentro de estos inmuebles). Un procedimiento relacionado, pero completamente privado, es la dación en pago, en la que el acreedor obtiene la posesión de la propiedad con el consentimiento del prestatario a cambio de la cancelación de la deuda pendiente.

Como se ha mostrado en la sección tercera, las tasas concursales en España son especialmente bajas en el caso de microempresas y autónomos. Las empresas pequeñas con problemas de insolvencia tienen, tanto en España como en otros países, mayores incentivos a usar las renegociaciones privadas en vez de solicitar concurso de acreedores por varios motivos. Por un lado, una parte importante de los costes del concurso son fijos (pago de abogados, administradores concursales, etc.), por lo que el procedimiento concursal resulta mucho más gravoso para compañías de tamaño reducido. Por otro lado, los acuerdos privados tienen mayor probabilidad de prosperar para este tipo de compañías, pues suelen tener pocos acreedores y estructuras de capital sencillas.

Además de los factores anteriores, que en principio afectan por igual a España y a otras economías, existe otro elemento que podría desincentivar los concursos voluntarios de las empresas con responsabilidad ilimitada en nuestro país. A diferencia de los sistemas concursales para personas físicas de otros estados tales como Estados Unidos, Francia, el Reino Unido o Alemania, el sistema concursal español no permite la liberación del pasivo pendiente al deudor insolvente (*fresh start*)<sup>14</sup>. El *fresh start* consiste en cancelar las deudas que no han podido ser liquidadas durante el concurso, ya sea inmediatamente tras la conclusión o tras un período en el que el deudor ha de satisfacer los pagos acordados. Esta provisión no solo se aplica a hogares, sino también a personas físicas con actividad empresarial, tales como autónomos, dueños de empresas con responsabilidad ilimitada y sociedades pequeñas con responsabilidad limitada cuyos socios tuvieron que ofrecer garantías personales para obtener el crédito. La inexistencia de este procedimiento reduce

<sup>14</sup> En concreto, el Código Civil (art. 1911) establece el principio de responsabilidad patrimonial universal del deudor, por el cual este responde de sus obligaciones con todos sus bienes presentes y futuros.

los incentivos a solicitar concurso por parte del deudor individual y por parte de este tipo de compañías. Este factor podría explicar, al menos en parte, la baja tasa de concursos de microempresas. Así, por ejemplo, en Francia dicho indicador se situaba, en 2006, en 208 (por cada 10.000 empresas) para las microempresas y en 139 para los autónomos, frente a apenas 1,5 y 0,1 en España<sup>15</sup>.

En todo caso, dicho factor por sí solo no parece ser suficiente para explicar las bajas tasas de concursos en España, ya que la evidencia disponible apunta a que los procedimientos concursales son también menos utilizados en nuestro país en el caso de compañías de mayor tamaño, aunque las diferencias son menores. Así, por ejemplo, dicho indicador para las compañías de más de 10 trabajadores fue 23,2 en España en 2006, frente a 204,5 en Francia en el mismo año [García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012)].

La evidencia disponible apunta a que las ejecuciones hipotecarias podrían ser un mecanismo más atractivo en España para los acreedores que el concurso a la hora de solventar problemas de impagos de deudas debido a la menor duración de sus procedimientos, sus costes más reducidos y, presumiblemente, las mayores tasas de recuperación del crédito. Asimismo, esto debería traducirse en unas condiciones de financiación más favorables de los préstamos hipotecarios destinados a las empresas. En primer lugar, la duración media de los concursos de acreedores en España en 2007 osciló entre 20 y 23 meses<sup>16</sup>, plazo que aumentó hasta los 27-35 meses en 2008 y hasta 31-36 meses en 2009 [véase Van Hemmen (2008 y 2012)]. En cambio, según una encuesta de la European Mortgage Federation (2007), la duración usual del proceso de ejecución hipotecaria es mucho menor, de tan solo de 7 a 9 meses. En segundo lugar, los acreedores cuyos créditos están garantizados por activos de la empresa (incluidas las garantías hipotecarias) experimentan dilución en sus derechos de cobro dentro del procedimiento concursal. Esto se debe a que están detrás de ciertos créditos (créditos contra la masa<sup>17</sup>) en el orden de prelación. Dicha dilución no se da si, en cambio, la empresa no se encuentra inmersa en un procedimiento concursal y los acreedores ejercitan sus derechos de cobro fuera de ese ámbito.

Aunque no existen datos comparables sobre los costes directos de los concursos y de las ejecuciones hipotecarias, el consenso entre los profesionales en la materia es que las segundas son mucho menos costosas. Una ejecución hipotecaria es un proceso acotado y estandarizado, por tanto sujeto a economías de escala (un banco puede llevar a cabo demandas ejecutivas en serie, solo cambiando los detalles sobre el deudor y la garantía). Un concurso es más complejo, potencialmente más impredecible y a menudo conlleva importantes problemas de información asimétrica entre el deudor y sus acreedores.

En consecuencia, dado que la ejecución hipotecaria es aparentemente un procedimiento relativamente más rápido, menos costoso y que no diluye los derechos de cobro de los acreedores —lo que potencialmente debería conllevar tasas de recuperación del crédito más altas—, las ejecuciones hipotecarias se perfilarían, según este razonamiento, como una alternativa más atractiva que el concurso de acreedores como forma de hacer frente a la insolvencia empresarial en España. Esto contrastaría con la situación en otros países, tales como el Reino Unido y Francia, donde la ejecución hipotecaria no parece presentar

15 Las cifras para Francia han sido calculadas usando Altares (2011) y la demografía empresarial de Eurostat, mientras que las españolas se han obtenido del Instituto Nacional de Estadística.

16 Duración de los concursos abreviados y ordinarios, respectivamente.

17 Estos comprenden los salarios del último mes de actividad, las costas del propio procedimiento, incluida la retribución de los administradores concursales, más las nuevas deudas contraídas por la empresa en el ejercicio de sus actividades posteriores a la declaración de insolvencia.

	España	Francia	Reino Unido
Ejecuciones hipotecarias	(7,9)	(15,25)	(8,12)
Concurso de acreedores	(20,23)	14	<12

FUENTES: European Mortgage Federation (2007), Van Hemmen (2008), Ministère de la Justice (2010), Armour et ál. (2006) y Frisby (2006).

a Las cifras dentro de paréntesis corresponden a rangos.

de forma tan clara características que la hagan más atractiva que el concurso para los acreedores. A modo ilustrativo, el cuadro 2 muestra la duración media de concursos de acreedores y ejecuciones hipotecarias en España, el Reino Unido y Francia. En ella puede observarse que los períodos asociados a los primeros procedimientos son sustancialmente más dilatados que los de las segundas en España, pero esto no ocurre en las otras dos economías. En todo caso, la falta de datos sobre ejecuciones hipotecarias a empresas tanto en nuestro país como en los otros dos impide la corroboración directa de esta conjetura.

EVIDENCIA SOBRE  
EL ATRACTIVO RELATIVO  
DE LA EJECUCIÓN HIPOTECARIA  
COMO ALTERNATIVA  
AL CONCURSO Y ALGUNAS  
POSIBLES IMPLICACIONES

Una forma indirecta de estudiar si el menor uso del concurso de acreedores en España está relacionado con el mayor atractivo relativo de las ejecuciones hipotecarias es analizando si la probabilidad de que una empresa entre en concurso se reduce en nuestro país en mayor medida que en los otros cuando aumenta la proporción de la deuda en forma de préstamos hipotecarios (una vez que se controla por otros factores que afectan a dicha probabilidad). En un trabajo de reciente publicación, García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012) intentan responder a esta pregunta utilizando datos a nivel de empresa para más de 1 millón de compañías españolas, francesas y británicas. Francia y el Reino Unido son los países elegidos como grupo de control debido a que sus tasas de concursos empresariales son mucho más altas que las de España y porque son ejemplos representativos de las dos principales familias legales: el Derecho Civil y el Derecho Común (*Common Law*), respectivamente<sup>18</sup>. Con esta información, llevan a cabo un análisis econométrico en dos etapas. En la primera, realizan regresiones para cada país por separado para determinar si la tenencia de deuda hipotecaria tiene un impacto estadísticamente significativo y negativo sobre la probabilidad de estar en concurso de acreedores, una vez que se controla por otros factores que pueden influir en dicha probabilidad. Dado que no hay datos disponibles sobre deuda hipotecaria a nivel de empresa, la proporción de deuda hipotecaria se aproxima por el peso del inmovilizado material sobre el total de activos, ya que este es el único tipo de activo susceptible de ser usado como garantía hipotecaria. Como controles se usan la proporción de deuda bancaria a largo plazo<sup>19</sup>, diversas medidas de presión financiera (ratio de endeudamiento<sup>20</sup>, carga financiera, ratio de liquidez<sup>21</sup>), la rentabilidad económica, el tamaño de la empresa<sup>22</sup>, su edad, el coste laboral medio y variables artificiales sectoriales. Los resultados muestran que los coeficientes de todas las variables

18 Otros dos países potencialmente interesantes para el análisis, Estados Unidos y Alemania, no pueden ser incluidos debido a limitaciones en los datos disponibles.

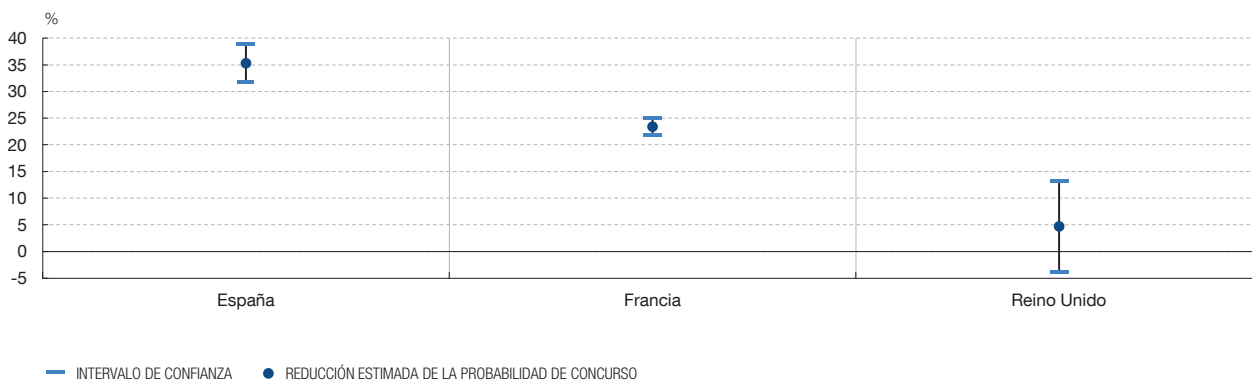
19 Según la literatura, los bancos son los acreedores más proclives a aceptar renegociaciones privadas de deuda y también tienen una mayor capacidad para evaluar la calidad crediticia y controlar las actividades del prestatario, reduciendo el riesgo moral. Estos factores, junto con el hecho de que también son los principales proveedores de deuda hipotecaria, predicen un efecto negativo de esta variable en la probabilidad de solicitar concurso.

20 En concreto, deuda total (tanto financiera como comercial) sobre activos totales.

21 Definido como el cociente entre activos a corto plazo y pasivos exigibles a corto plazo.

22 Medido como el valor de los activos de la empresa.





FUENTE: García-Posada y Mora-Sanguinetti (2012).

a El círculo representa la estimación puntual, y el segmento que lo cruza, su intervalo de confianza al 95 %.

presentan el signo esperado. En concreto, encuentran que un mayor porcentaje de inmovilizado material sobre el total de activos reduce la probabilidad de estar en concurso de acreedores en los tres países, lo que sugiere que cuanto mayor es la proporción de deuda hipotecaria más atractivo resulta utilizar procedimientos alternativos al concurso.

Con el fin de dilucidar si este efecto es económicamente significativo y sustancialmente mayor en España que en los otros dos países, en el trabajo se estima en una segunda etapa la reducción media en la probabilidad de concurso asociada a poseer deuda hipotecaria. Concretamente, se calcula la reducción porcentual en la probabilidad de que una empresa se encuentre en concurso derivada de pasar de no tener inmovilizado material a tener la misma proporción del mismo que la media de la muestra<sup>23</sup>. El gráfico 2 presenta los resultados de estas estimaciones con sus respectivos intervalos de confianza al 95 %. Dicho gráfico muestra que en España tener deuda hipotecaria reduce, *ceteris paribus*, la probabilidad de solicitar concurso en un 35,3 %, mientras que en Francia el efecto es mucho más pequeño (23,4 %) y en el Reino Unido no es estadísticamente distinto de cero. Por lo tanto, esta evidencia apunta a que la tenencia de deuda hipotecaria reduce la probabilidad de concurso de forma mayor en España que en las otras dos economías, lo que sugiere que en nuestro país en el caso de las empresas con problemas de insolvencia que cuentan con este tipo de préstamos se tiende a utilizar procedimientos alternativos al concurso (previsiblemente el sistema de ejecución hipotecaria) en mayor medida que en las otras áreas analizadas.

El mayor atractivo relativo del sistema de ejecución hipotecaria frente al concursal puede tener algunas implicaciones en términos de la eficiencia general de la economía [García-Posada (2012) y Mora-Sanguinetti y Fuentes (2012)]. En primer lugar, el sistema hipotecario, utilizado como institución para resolver situaciones de insolvencia, es proacrededor, en el sentido de que otorga a los acreedores una libertad amplia sobre la gestión de los activos de la empresa insolvente. Debido a la estructura de sus derechos de cobro, los acreedores suelen ser favorables a la liquidación de la empresa [Hart (2000) y Ayotte y Yun (2007)], incluso en los casos en los que esta podría valer más como negocio activo que siendo liquidada. Esto podría dar lugar a una ineficiencia asignativa, pues empresas viables pero con problemas temporales de liquidez podrían ser liquidadas en algunos casos, sin perjuicio de que la vía concursal también termine usualmente en la liquidación, como

23 Como análisis de robustez también se ha realizado el mismo cálculo usando la mediana en vez de la media.

se observa en la práctica en España. Según Acharya y Subramanian (2009), este fenómeno perjudicaría especialmente a las industrias que invierten fuertemente en I+D+i y en tecnología de vanguardia, las cuales basan gran parte de su potencial de crecimiento en activos intangibles de escaso valor en caso de liquidación, tales como nuevas ideas aún no patentadas y capital humano específico para la empresa adquirido mediante aprendizaje a través de la experiencia (*learning by doing*).

Por otra parte, en la medida en que los acreedores muestren una mayor preferencia por la ejecución hipotecaria tenderían a mostrarse dispuestos a ofrecer unas condiciones de financiación de los préstamos hipotecarios comparativamente más favorables que para otro tipo de deuda. Esto podría introducir un incentivo a que las empresas inviertan en inmovilizado material, ya que esos son los únicos activos que pueden ser usados como garantía. Dicha inversión extraordinaria tendría lugar a través de dos canales, en el margen extensivo y en el margen intensivo. En el llamado «margen extensivo» las compañías tendrían incentivos para seleccionar proyectos empresariales que requieran un mayor nivel de inmovilizado material en detrimento de proyectos con un valor actual neto mayor (por ejemplo, construcción frente a I+D). De este modo, se reduciría la proporción de sociedades que realizan actividades innovadoras, en tanto que estas suelen poseer una alta proporción de activos intangibles no susceptibles de ser usados como garantía hipotecaria. El margen intensivo consiste en la realización del mismo proyecto empresarial inicialmente previsto, pero con una cantidad mayor de inmovilizado material (por ejemplo, la empresa compraría el edificio que necesita en lugar de alquilarlo). En la medida en que este fenómeno tuviera lugar, se produciría una ineficiencia productiva, ya que los activos de la empresa no se elegirían para minimizar los costes de producción, sino para maximizar la disponibilidad de crédito. El cuadro 3 muestra que la proporción de inmovilizado material sobre el total de activos en las compañías españolas tiende a ser más elevada que la que se observa en otros países como Francia e Italia y, en menor grado, Alemania, independientemente del sector y tamaño de las empresas. Aunque estas diferencias pueden ser consecuencia de distintos factores, no puede descartarse que un elemento que potencialmente podría ayudar a explicarlas sea el posible mayor atractivo que en España presenta la ejecución hipotecaria frente a los concursos de acreedores como vía para solucionar problemas de insolvencia<sup>24</sup>.

## Conclusiones

En este artículo se ilustra que España tiene una tasa de concursos empresariales muy baja en términos internacionales. La situación actual de crisis económica no ha cambiado tal circunstancia. El bajo nivel de este indicador se observa especialmente en el caso de las microempresas, en las empresas con responsabilidad ilimitada y en los autónomos, lo que puede estar ligado a los menores incentivos de las compañías con problemas de insolvencia de estos segmentos para acogerse a este tipo de procedimientos, en parte como consecuencia de que la regulación en nuestro país no permite la liberación del pasivo pendiente al deudor insolvente en estos casos. Para el resto de las compañías los niveles son más próximos a los que se observan en otras economías, pero, aun así, se encuentran también por debajo, lo que apunta a que otros factores pueden jugar un papel importante para explicar estas diferencias. En particular, es posible que en nuestro país los procedimientos alternativos al concurso, como las renegociaciones privadas de deuda o las ejecuciones hipotecarias, sean más utilizados que en otras economías de nuestro entorno. En este sentido, el artículo presenta evidencia que sugiere que la ejecución hipotecaria

24 El hecho de que el sector «Inmobiliarias, alquiler de equipamiento, otras actividades empresariales» muestre valores bajos en el caso español se debe a que las empresas promotoras contabilizan la mayoría de sus activos (promoción en curso) como existencias, no como inmovilizado material.

%

	España	Francia	Alemania	Italia	Media de Francia, Alemania e Italia
<b>Empresas pequeñas</b>					
Industria manufacturera	20,6	10,5	14,8	16,9	14,1
Suministro de energía eléctrica, gas y agua	40,3	20,1	61,6	51,4	44,4
Construcción	12,0	6,8	9,8	7,0	7,9
Comercio al por mayor y al por menor	13,3	6,5	7,2	5,9	6,5
Hostelería	40,8	32,3	25,5	46,5	34,8
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	20,5	10,7	33,7	12,9	19,1
Inmobiliarias, alquiler de equipamiento, otras actividades empresariales	22,0	2,5	11,4	4,6	6,2
<b>Media de los sectores</b>	<b>24,2</b>	<b>12,8</b>	<b>23,4</b>	<b>20,7</b>	<b>19,0</b>
<b>Empresas medianas</b>					
Industria manufacturera	23,4	13,6	18,1	16,1	15,9
Suministro de energía eléctrica, gas y agua	55,6	26,9	67,6	24,5	39,7
Construcción	6,9	4,9	7,0	6,4	6,1
Comercio al por mayor y al por menor	11,9	6,4	7,4	5,6	6,5
Hostelería	50,7	30,1	25,8	31,3	29,0
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	28,0	8,0	24,8	10,4	14,4
Inmobiliarias, alquiler de equipamiento, otras actividades empresariales	4,5	2,8	11,9	2,9	5,8
<b>Media de los sectores</b>	<b>25,9</b>	<b>13,2</b>	<b>23,2</b>	<b>13,9</b>	<b>16,8</b>
<b>Empresas grandes</b>					
Industria manufacturera	20,9	16,0	18,6	16,0	16,9
Suministro de energía eléctrica, gas y agua	48,0	44,4	50,3	0,6	31,8
Construcción	3,4	3,7	8,5	3,7	5,3
Comercio al por mayor y al por menor	16,4	5,9	6,8	5,3	6,0
Hostelería	16,0	22,0	28,4	13,3	21,2
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	44,7	7,2	17,7	15,6	13,5
Inmobiliarias, alquiler de equipamiento, otras actividades empresariales	7,0	2,9	13,4	3,0	6,4
<b>Media de los sectores</b>	<b>22,3</b>	<b>14,6</b>	<b>20,5</b>	<b>8,2</b>	<b>14,4</b>

FUENTE: García-Posada (2012).

podría ser una opción comparativamente más atractiva para los acreedores que el concurso. Esta hipótesis podría contribuir a explicar por qué las empresas españolas tienden a concentrar una mayor proporción de sus activos en inmovilizado material que sus homólogas extranjeras. De ser cierta esta hipótesis se podrían derivar algunas implicaciones negativas para la eficiencia económica al incentivarse la adquisición de este tipo de bienes frente a otros potencialmente más rentables. En todo caso, estos resultados hay que tomarlos con mucha cautela, ya que se basan en un análisis parcial e incompleto, debido, en parte, a la limitación de la información disponible.

12.12.2012.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, V. V., y K. SUBRAMANIAN (2009). «Bankruptcy Codes and Innovation», *Review of Financial Studies*, 22 (12), pp. 4949-4988.
- ALTARES (2011). *Bilan 2010: défaillances et sauvegardes d'entreprises en France*, Altares.
- ARMOUR, J. (2004). «Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital», *European Business Organization Law Review*, 5, pp. 87-118.

- ARMOUR, J., y D. CUMMING (2008). «Bankruptcy Law and Entrepreneurship», *American Law and Economics Review*, vol. 10 (2), pp. 303-350.
- ARMOUR, J., A. HSU y A. WALTERS (2006). «The Costs and Benefits of Secured Creditor Control in Bankruptcy: Evidence from the UK», *Review of Law and Economics*, 8:1.
- AYOTTE, K., y H. YUN (2007). «Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments», *The Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 25, n.º 1.
- CELENTANI, M., M. GARCÍA-POSADA y F. GÓMEZ (2010). *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis*, Working Paper 2010-2011, FEDEA.
- EULER HERMES (2011). *Economic Outlook 2011, n.º 4, Business Insolvency Worldwide*, Evreux.
- EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION (2007). *Study on the Efficiency of the Mortgage Collateral in the European Union*, EMF Publication, mayo.
- FAN, W., y M. WHITE (2003). «Personal bankruptcy and the level of entrepreneurial activity», *Journal of Law and Economics*, 46:2, pp. 543-568.
- FRISBY, S. (2006). *Report on Insolvency Outcomes*, The Insolvency Service Report, Reino Unido.
- GARCÍA-POSADA, M. (2012). *Insolvency institutions and efficiency: the Spanish case*, mimeo, Universidad Carlos III.
- GARCÍA-POSADA, M., y J. S. MORA-SANGUINETTI (2012). *Why do Spanish firms rarely use the bankruptcy system? The role of the mortgage institution*, Documentos de Trabajo, n.º 1234. Banco de España.
- GILSON, S., K. JOHN y L. LANG (1990). «Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default», *Journal of Financial Economics*, 27 (octubre), pp. 315-353.
- HART, O. (2000). *Different Approaches to Bankruptcy*, NBER Working Paper, n.º 7921, National Bureau of Economic Research.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., y S. PUENTE (2006). *Business Demography in Spain: Determinants of Firm Survival*, Documentos de Trabajo, n.º 0608, Banco de España.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., y P. SÁNCHEZ (2010). *El tejido empresarial español en perspectiva*, nota interna, Departamento de Coyuntura y Previsión Económica, Banco de España.
- MINISTÈRE DE LA JUSTICE (2010). *Annuaire statistique de la Justice*, edición 2009-2010.
- MORA-SANGUINETTI, J. S., y A. FUENTES (2012). *An analysis of productivity performance in Spain before and during the crisis: exploring the role of institutions*, Working Paper n.º 973, OECD Economics Department.
- MORRISON, E. (2008). *Bargaining around Bankruptcy: Small Business Distress and State Law*, Working Paper, n.º 320, Columbia University School of Law.
- NÚÑEZ, S. (2004). «Salida, entrada y tamaño de las empresas españolas», *Boletín Económico*, marzo, pp. 53-60, Banco de España.
- SUCCURRO, M. (2012). «Bankruptcy systems and economic performance across countries: some empirical evidence», *European Journal of Law and Economics*, 33, pp. 101-126.
- VAN HEMMEN, E. (2012). *Estadística concursal. Anuario 2011*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.
- (2008). *Estadística concursal. Anuario 2007*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.