



Inmaculada Aguiar-Díaz¹

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria



iaguiar@defc.ulpgc.es

Conflicto entre acreedores y resolución del concurso en España*

Creditor conflict and bankruptcy resolution in Spain

50



María Victoria Ruiz-Mallorquí

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria



vruiuz@defc.ulpgc.es

I. INTRODUCCIÓN

La extensión de la crisis financiera ha tenido entre otras importantes consecuencias, un aumento considerable del número de empresas que han entrado en el proceso legal del concurso de acreedores. En este sentido, si bien el INE publica estadísticas sobre la entrada en el proceso, la información acerca de la resolución o salida del concurso (liquidación vs convenio) se encuentra solo disponible a nivel individual, lo cual puede explicar la ausencia de estudios que aborden esta cuestión.

La legislación de la insolvencia vigente en muchos países otorga a los acreedores un importante papel en la resolución del fracaso (Fisher y Martel, 1995). Concretamente, la legislación española reconoce la prioridad de los acreedores privilegiados para cobrar en primer lugar, así como la posibilidad de abstención en la aprobación del convenio, lo cual les permite preservar íntegramente sus derechos. Por otro lado, se establece la interrupción temporal del derecho de ejecución de las garantías (violación de la regla de prioridad) durante un periodo de un año desde la declaración

CÓDIGOS JEL:
G21, G33

Fecha de recepción y acuse de recibo: 25 de marzo de 2013. Fecha inicio proceso de evaluación: 26 de marzo de 2013.
Fecha primera evaluación: 22 de abril de 2013. Fecha de aceptación: 27 de junio de 2013.



RESUMEN DEL ARTÍCULO

El estudio analiza la incidencia del tipo de acreedores, y en particular del conflicto entre bancarios y comerciales, en la resolución del concurso. Los resultados obtenidos para un conjunto de sociedades españolas no cotizadas permiten concluir: 1) que la distinta prioridad que la ley les otorga en el cobro de sus créditos implica diferentes preferencias de los acreedores en cuanto a la resolución del concurso y 2) que la existencia de conflicto entre ambos tipos de acreedores reduce la probabilidad de reorganización de las empresas concursadas.

EXECUTIVE SUMMARY

The focus of this paper is to analyze the effect of the type of creditors, and specially, the conflict between bank creditors and commercial ones, in the resolution of the bankruptcy. The results for a group of Spanish unlisted firms are: 1) the different priority given to them by law in the recovery of their credits implies that creditors have different preferences regarding the bankruptcy resolution; and 2) the conflict between both types of creditors reduces the probability of reorganization in bankrupt firm.

del concurso. En cuanto al tipo de acreedores, los trabajos sobre resolución del fracaso empresarial distinguen fundamentalmente entre asegurados y no asegurados. Entre los acreedores que se consideran asegurados se encuentran las entidades bancarias (Welch, 1997; Repullo y Suárez, 1998) mientras que los acreedores no asegurados son mayoritariamente los de tipo comercial (Miwa y Ramseyer, 2005, Tsuruta y Xu, 2007). De esta forma, se pone de manifiesto que el grado de concentración de la deuda de la empresa en manos de unos y otros puede condicionar la resolución del mismo (Franks y Sussman, 2005; Ayotte y Morrison, 2009; Von Thadden et al., 2010).

Entre los acreedores que se consideran asegurados se encuentran las entidades bancarias, mientras que los acreedores no asegurados son mayoritariamente los de tipo comercial

Los estudios realizados al efecto ofrecen argumentos teóricos y resultados empíricos controvertidos en relación con la posición de los acreedores, tanto asegurados como no asegurados. En el contexto español, la orientación a la banca, así como el grado de protección a los acreedores establecido en la legislación concursal², apuntan hacia una preferencia de los acreedores bancarios hacia la reorganización mediante un convenio, mientras que los acreedores comerciales tienden a la liquidación. Ello plantea un conflicto de intereses entre ambos tipos de acreedores lo cual puede dificultar el proceso de negociación y por ende la reorganización de las empresas en concurso.

Bajo estas premisas, el presente estudio trata de analizar la incidencia de ese posible conflicto entre los distintos tipos de acreedores en la resolución del concurso en España, siendo el primer trabajo referido a empresas españolas en el que se analiza esta cuestión³. La realización del trabajo ha requerido un seguimiento individualizado del proceso de resolución de los concursos, así como la construcción de una base de datos a partir de la integración procedente de distintas fuentes. Por último, la forma de analizar la existencia de conflicto representa una novedad, al proponer una única variable para medirlo⁴.

En la siguiente sección se plantean las distintas preferencias de los acreedores bancarios y comerciales en cuanto a la resolución del concurso con objeto de evidenciar la existencia del citado conflicto. A continuación se presenta el estudio empírico realizado y finalmente se exponen las conclusiones e implicaciones del mismo.

2. ¿POR QUÉ TIENEN DISTINTAS PREFERENCIAS LOS ACREEDORES BANCARIOS Y COMERCIALES EN LA RESOLUCIÓN DE LOS CONCURSOS?

2.1. Acreedores bancarios y resolución del concurso

La posición de los acreedores asegurados está fuertemente protegida por la legislación, lo que los convierte en parte clave en la resolución del concurso. Algunos autores defienden que estos acreedores pueden preferir la liquidación debido a que reciben solo una parte de las ganancias si el valor de la empresa reorganizada aumenta, pero soportan todos los costes si el valor se reduce (e.g., Bergström et al., 2002; Dewaelheyns y Van Hulle, 2009). No obstante, entre los acreedores asegurados es mucho más probable que se encuentren las entidades bancarias, lo cual pone en cuestión dichos argumentos. En primer lugar, en un sistema orientado a la banca, es prácticamente imposible que una empresa se reorganice sin el apoyo de los bancos (Dewaelheyns y Van Hulle, 2009). En este sentido, los bancos presentan una ventaja comparativa al ser considerados acreedores mejor informados gracias a sus relaciones continuadas con las empresas (Fama, 1985). Así mismo, Park (2000) argumenta que el valor añadido del banco, como prestamista principal, es la experiencia en recopilar información sobre el prestatario y afirma que los bancos suelen favorecer la renegociación. Por otro lado, Franks y Sussman (2005) sostienen que el carácter concentrado de la deuda bancaria reduce los problemas de coordinación, lo cual facilita la reorganización. Por último, en cuanto a los estudios empíricos previos, Tsuruta y Xu (2007) encuentran que las empresas en situación de insolvencia en Japón que utilizan proporcionalmente más deuda bancaria tienden a sobrevivir más que las empresas con una relativamente elevada proporción de deuda comercial. En la misma línea, Leyman et al. (2011) encuentran que las empresas belgas con mayores niveles de deuda bancaria, es menos probable que sean liquidadas. Teniendo en cuenta el contexto español en cuanto a la presencia bancaria como acreedor principal de las empresas, así como el predominio de los argumentos expuestos en relación a la actitud de los bancos, esperamos encontrar para las sociedades españolas analizadas un mayor nivel relativo de deuda bancaria favorezca la obtención de un acuerdo con los acreedores, es decir, aumente la probabilidad de reorganización como solución al concurso.

PALABRAS CLAVE

Resolución concurso, Deuda bancaria, Acreedores asegurados, Deuda comercial, Acreedores no asegurados, Conflicto entre acreedores

KEY WORDS

Bankruptcy resolution, Bank debt, Secured creditors, Commercial debt, Unsecured creditors, Creditor conflict

2.2. Acreedores comerciales y resolución del concurso

A diferencia de los acreedores bancarios, los argumentos predominantes en cuanto a la actitud de los acreedores comerciales ante la resolución del concurso se orientan hacia la liquidación como solución del concurso. En primer lugar porque la deuda comercial suele estar dispersa entre numerosos acreedores, lo cual puede dificultar la coordinación en el caso de plantearse una reestructuración de la deuda (Frank y Sussman, 2005; Fisher y Martel, 2009; Von Thadden et al., 2010). En segundo lugar, la naturaleza cortoplacista de las deudas comerciales influye en la visión del futuro de la empresa de este tipo de acreedores, lo cual hace menos probable una reorganización exitosa (Tucker y Moore, 2000). En este sentido, Tsuruta y Xu (2007) predicen y encuentran que las empresas en situación de insolvencia en Japón con una relativamente elevada proporción de deuda comercial tienden a ser liquidadas. No obstante, es de señalar que los acreedores comerciales pueden preferir la reorganización debido a que las tasas de recobro son mayores si la empresa se reorganiza (White, 1989; Bonfim et al., 2012), por lo que tratarían de preservar una relación comercial en el futuro (Dewaelheyns y Van Hulle, 2009). En síntesis, los argumentos relativos a los posibles problemas de coordinación de los acreedores no asegurados nos sugieren que una mayor importancia relativa de la deuda comercial reducirá la probabilidad de reorganización de las empresas españolas en concurso analizadas.

2.3. Conflicto entre acreedores y resolución del concurso

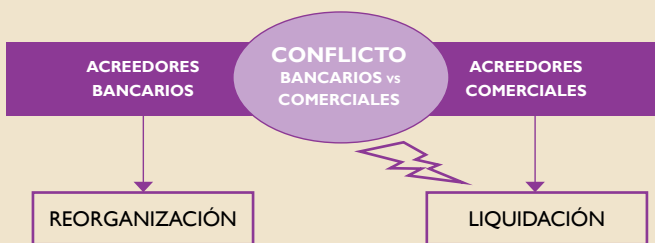
Tradicionalmente se ha considerado en los procedimientos de fracaso el conflicto entre el deudor y sus acreedores. Sin embargo, en las últimas décadas se ha revelado la importancia del conflicto entre acreedores, el cual representa una mayor complejidad (Von Thadden et al., 2010). La existencia de distintos tipos de acreedores, y en particular, la diferente prioridad en el cobro de sus créditos, puede originar un conflicto de intereses que influye de forma decisiva en la resolución del fracaso (Bergström et al., 2002, Ayotte y Morrison, 2009; Senbet y Wang, 2012), por sus distintas preferencias en la resolución del mismo (White, 1989; Dewaelheyns y Van Hulle, 2009). En este sentido, diferentes estudios se han centrado en analizar los conflictos que surgen en la reorganización y en la importancia de la negociación en el resultado del proceso. Así, Gianmmarino (1989), White (1994) y Ayotte y Morrison (2009), entre otros, analizan como



los conflictos entre la empresa y sus acreedores y entre grupos de acreedores se resuelven a través de la negociación.

Ayotte y Morrison (2009) sostiene que el conflicto entre acreedores es probablemente más importante cuando la mayoría de la deuda asegurada es poseída por una parte y la mayoría de la deuda no asegurada por otra. Estos autores consideran el grado de concentración de los acreedores como medida indirecta del conflicto entre los mismos. En la misma línea, Xing (2010) argumenta que los problemas derivados de la negociación entre acreedores son menores cuando el ratio de deuda asegurada es elevado (ya que la importancia de la deuda no asegurada es menor). Por tanto, se espera que la resolución del concurso esté relacionada, no solo con el nivel relativo de uno u otro tipo de deuda, sino también con la existencia de conflicto entre los acreedores, en cuyo caso se reduce la probabilidad de que las empresas puedan alcanzar una reorganización de las empresas. Así mismo, se considera que el conflicto será más evidente cuando el peso de cada tipo de acreedor en la estructura financiera de la empresa sea similar. La **figura 1** sintetiza las preferencias de los acreedores ante la resolución del concurso.

Figura 1. **Preferencias de los acreedores ante la resolución de concurso**



3. ¿CÓMO AFECTA EL CONFLICTO ENTRE ACREEDORES BANCARIOS Y COMERCIALES A LA RESOLUCIÓN DE LOS CONCURSOS EN ESPAÑA?

3.1. Empresas objeto de estudio

La realización del estudio empírico ha requerido la construcción de una base de datos partiendo de las empresas que han entrado en concurso entre el 1 de septiembre de 2004 y el 30 de junio de 2009. La fijación de esta última fecha se debe a que es preciso

disponer de un tiempo para que se resuelvan los procesos, que se suele contemplar en torno a los 3 años. La relación de empresas se ha obtenido de la base de datos *on line* de la webconcurasal⁵, la cual a su vez se elabora a partir de la publicación de los concursos en el Boletín Oficial del Estado. Partiendo de dicho listado, la necesidad de contar con información relativa a los distintos tipos de deuda, exige que las cuentas anuales se hayan formulado en formato normal, y que se encuentren disponibles en la base de datos SABI⁶. Para las empresas concursadas que cumplen este requisito se realiza un seguimiento individualizado del proceso concursal que permita averiguar si han resuelto el concurso, bien sea porque se ha iniciado la fase de liquidación o bien porque se alcanza el convenio con los acreedores, hasta el 31 de diciembre de 2012. Para este seguimiento se ha utilizado la base de datos *on line* de publicidad de las resoluciones concursales del Ministerio de Justicia⁷. Una vez eliminadas las empresas que no han resuelto el proceso, así como aquellas de las que no se dispone información en SABI, la muestra está compuesta por 599 empresas. De estas se han mantenido exclusivamente las empresas con forma jurídica sociedad anónima y sociedad limitada, si bien se han eliminado las sociedades anónimas deportivas por considerar que presentan características peculiares. Además, se han eliminado las empresas que no tienen deuda bancaria o deuda comercial. La muestra final está formada por 570 sociedades de las cuales 217 (38%) obtienen un acuerdo con sus acreedores y 353 (62%) se liquidan.

3.2. Características de las empresas en función de la resolución del concurso

La tabla 1 contiene los datos medios relativos a la deuda bancaria y comercial en relación con la deuda total, así como al porcentaje de empresas en las que se presume la existencia de conflicto entre los acreedores. Además se añaden otras características de las empresas que contribuyen a explicar la resolución del concurso, tales como tamaño, solvencia, rentabilidad y adscripción sectorial. La definición de estas variables puede consultarse en la **tabla A1 del anexo**.

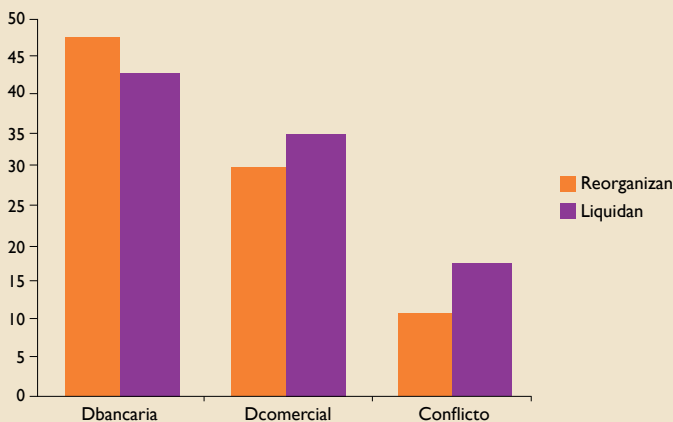
Como puede observarse en la **tabla 1** y en **gráfico 1**, las empresas que se reorganizan tienen, en términos medios, un mayor porcentaje de deuda bancaria en su estructura de capital y un menor nivel relativo de deuda comercial.

Tabla I. Características de las empresas (Media %)

	TOTAL	REORGANIZAN	LIQUIDAN	T-TEST
Dbancaria	46.28	49.70	44.17	-2.07**
Dcomercial	34.10	30.93	36.04	2.79***
Conflicto	17.01	13.36	19.26	1.80*
Tamaño	4.15	4.27	4.07	-5.18***
Solvencia	122.78	130.33	118.15	-3.22***
ROA	-3.50	-2.63	-4.02	-0.63
Construcción	32.28	29.49	33.99	0.78
Industria	48.95	54.38	45.61	-1.55
Servicios	18.77	16.13	20.40	1.01
Nº empresas	570	217 (38%)	353 (62%)	

*,**,*** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Gráfico I. Deuda bancaria, deuda comercial, conflicto de acreedores y salida del concurso



Para analizar la incidencia del conflicto se ha creado una variable dicotómica a partir de la ratio que relaciona la deuda bancaria con la deuda comercial (Fisher y Martel, 2005). Para ello se presume la existencia de conflicto entre los acreedores bancarios y comerciales cuando el volumen de deuda agregado de cada categoría es similar, concretamente, cuando la ratio deuda bancaria sobre deuda comercial se encuentra

comprendida entre 0,75 y 1,25. Valores inferiores a 0,75 pueden indicar un cierto predominio de los acreedores comerciales, mientras que valores superiores a 1,25 indican un predominio de la deuda bancaria⁸. Se asume que cuando la estructura financiera está dominada por un tipo de acreedores, no se produce el conflicto de intereses al presentar los acreedores pertenecientes a la misma categoría, una posición similar ante la resolución del concurso. Se aprecia como el porcentaje de empresas en las que se presume la existencia de un conflicto entre los acreedores bancarios y comerciales es del 17% en la muestra total, siendo muy superior en el colectivo de empresas que se liquidan (19%) frente al de empresas que se reorganizan (13%) (ver gráfico 1). Ello confirma la idea de que la existencia de conflicto dificulta la reorganización de las empresas en concurso⁹. Además, los valores adoptados por las empresas en relación con estas tres variables son significativamente diferentes, como revela el test de diferencia de medias.

Por otro lado, se observa que las empresas que logran un convenio son, en términos medios más grandes, lo cual puede deberse a que estas empresas presentan menores asimetrías de información. Además, las empresas que se reorganizan presentan mayor solvencia lo cual indica que tienen mayor capacidad para cubrir las deudas con sus activos y tienen también mayor rentabilidad, lo cual es acorde con la idea de que las empresas con menor rentabilidad son menos viables, por lo que su probabilidad de reorganización es menor. Por último, con objeto de considerar la actividad de las empresas, se han clasificado en tres grandes sectores Construcción e Inmobiliarias, Industria, Comercio y otros servicios. Es de destacar que solamente en la Industria el porcentaje de empresas que se reorganiza es superior al de empresas que se liquidan, mientras que tanto las Constructoras e Inmobiliarias como los Servicios, ocurre lo contrario. Por último, como se muestra en la **tabla A2 del anexo**, más de un 50% de las empresas han entrado en concurso a partir de 2007, y además, en este período de crisis, el porcentaje de empresas que consiguen un acuerdo de reorganización es menor al de las empresas que se liquidan.

3.3. Incidencia del tipo de acreedor en la resolución del concurso en España

Como se ha comentado en el apartado anterior, las empresas que se reorganizan se diferencian no solo por la estructura de la deuda sino también por su tamaño, endeudamiento, etc. De ahí que sea preciso considerar el efecto de estas otras características, para lo



cual se requiere un análisis multivariante. La contrastación empírica se realiza mediante la utilización de un modelo Probit, en el que la variable dependiente es la variable dicotómica denominada *Resolución*¹⁰. Los resultados de los modelos estimados se recogen en la **tabla A4 del anexo**. Una síntesis de los mismos se presenta en la **tabla 2**.

Tabla 2. Incidencia de los tipos de acreedores en la resolución del concurso en España

VARIABLES	PROBABILIDAD DE REORGANIZACIÓN
Mayor % de deuda bancaria sobre total	Aumenta
Mayor % de deuda comercial sobre total	Disminuye
Existencia de Conflicto (75-125)	Disminuye
Mayor tamaño	Aumenta
Mayor solvencia	Aumenta
Pertenecer al sector industrial	Mayor que sector servicios
<i>Ver resultados detallados de los modelos en tabla A4 del anexo</i>	

Como se indica en la tabla 2, una mayor importancia relativa de la deuda bancaria favorece la probabilidad de reorganización (modelo 1, tabla A4), mientras que un mayor peso de la deuda comercial reduce dicha probabilidad (modelo 2, tabla A4). Ello se puede interpretar en el sentido de que los acreedores bancarios apoyan la restructuración y continuidad de la empresa, mientras que los acreedores comerciales prefieren la liquidación. En este sentido, los resultados están en consonancia con los obtenidos por Fisher y Martel (1995), los cuales encuentran, para una muestra de 338 empresas en Canadá, que las empresas con una mayor cuantía de deuda asegurada (bancaria) en relación con la deuda total, tienen más probabilidades de ser reorganizadas. Además, de acuerdo con estos autores, el apoyo de los acreedores bancarios a la reorganización, representa una señal positiva para el resto de acreedores. En cuanto a la actitud de los acreedores comerciales, la relación obtenida entre deuda comercial y probabilidad de reorganización ofrece apoyo a los argumentos relativos a la dificultad de coordinación de este tipo de acreedores generalmente dispersos, señalados por

Franks y Sussman (2005), Fisher y Martel (2009) y Von Thadden et al. (2010); así como por su visión cortoplacista, planteada por Tucker y Moore (2000). Además, los resultados también están en consonancia con los encontrados por Tsuruta y Xu (2007), según los cuales las empresas japonesas en situación de insolvencia que utilizan proporcionalmente más deuda bancaria tienden a sobrevivir más que las empresas con una relativamente elevada deuda comercial.

Por otro lado, la existencia de conflicto entre los acreedores reduce la probabilidad de reorganización (modelo 3, tabla A4). Ello significa que cuando se considera la existencia de un nivel similar de deuda bancaria y comercial, lo cual hace que adquiera mayor relevancia el conflicto de intereses entre ambos tipos de acreedores, se dificulta la reorganización de las empresas en concurso. Este último resultado, pone de manifiesto esos mayores problemas de coordinación y negociación cuando ambos tipos de deuda tienen una importancia similar en la estructura financiera, al no existir un predominio de ninguno de los tipos de acreedores (Xing, 2010). Efectivamente, se manifiesta que la diferente prioridad en el cobro de sus créditos (Ayotte y Morrison, 2009; Senbet y Wang, 2012) y sus distintas preferencias en la resolución del proceso (White, 1989; Dewaelheyns y Van Hulle, 2009), reduce la posibilidad de que la empresa pueda optar por la reorganización como salida del concurso. La comparación de los resultados en relación con la incidencia del posible conflicto entre acreedores en la resolución del fracaso está limitada por la escasa atención que este tópico ha recibido en la literatura (Ayotte y Morrison, 2009). Sin embargo al igual que estos autores, se llega a la conclusión que “las soluciones al fracaso están influenciadas por las divergentes preferencias de los acreedores” (p.538). Con objeto de analizar si los resultados son obtenidos inicialmente se ven alterados por el criterio utilizado para aproximar la existencia de conflicto de intereses entre los tipos de acreedores, se ha procedido a cambiar la variable inicial por el rango 0,85-1,15 en lugar de 0,75-1,25. Los resultados (modelo 4 tabla A4 del anexo), no varían. Además, siguiendo a Cassey et al. (1986), se han eliminado las empresas que habiendo obtenido inicialmente un acuerdo con sus acreedores, entran posteriormente en liquidación. Los resultados de los modelos (no reportados) para la muestra formada por 503 empresas que quedan tras la citada eliminación, son similares en signo y significación a los inicialmente obtenidos.

Por último, se constata que las empresas más grandes y solventes evidencian de forma significativa tener una mayor probabilidad de reorganización. En relación a la pertenencia de las empresas a un determinado sector, sólo el industrial evidencia una relación positiva y significativa

4. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES

Los resultados obtenidos permiten afirmar que la banca tiene un importante papel en la resolución del fracaso, apoyando la reestructuración de las empresas en concurso cuando el nivel relativo de deuda bancaria es elevado. Por el contrario, se observa una actitud de los acreedores comerciales reticente a la reorganización de las empresas en concurso, lo cual pone de relieve la existencia de discrepancias entre ambos tipos de acreedores ante la resolución del concurso en España. De esta forma, los resultados obtenidos evidencian que la existencia de una estructura de capital caracterizada por un cierto equilibrio entre los dos tipos de deuda reduce la probabilidad de reorganización. Así, la actitud de los acreedores comerciales reticente a la reorganización se ve potenciada ante la existencia de conflicto. Sin embargo, la mayor de probabilidad de continuidad de la empresa derivada de la deuda bancaria se ve reducida en situaciones de conflicto. En este caso, en nuestra opinión, sería conveniente articular un mecanismo que permitiese en dicha situaciones favorecer la negociación entre ambos tipos de acreedores. Dicho mecanismo podría establecerse entre las funciones de la administración concursal.

En resumen, se puede afirmar que los resultados y reflexiones presentados, si bien no pueden abordar la complejidad y amplitud de factores que inciden en el proceso de resolución del proceso concursal, arroja luz sobre el papel que los acreedores, los actores principales, y que sus preferencias están jugando en el mismo. Todo ello puede ser de utilidad en la evaluación de los logros que la actual normativa en España está alcanzando a este respecto.



ANEXO

Tabla A1. Definición de variables

DENOMINACIÓN	COMPOSICIÓN	ESTUDIOS PREVIOS
Resolución	dummy=1 si la empresa se reorganiza, =0 si se liquida	Tucker y Moore (2000); Fisher y Martel (2009); Leyman et al., (2011); Wang, (2012)
Dbancaria	deuda bancaria/deuda total	Fisher y Martel (1995); Thorburn, (2000); Jacobs et al. (2012)
Dcomercial	deuda comercial/deuda total	Tucker y Moore (2000); Fisher y Martel (2009); Leyman et al.(2011)
Conflicto75-125	dummy=1 si la ratio deuda bancaria/ deuda comercial se encuentra entre 0,75 y 1,25	Ambas variables están basadas en Fisher y Martel (2005)
Conflicto85-115	dummy=1 si la ratio deuda bancaria/ deuda comercial se encuentra entre 0,85 y 1,15	
Tamaño	logaritmo del activo total	Ayotte y Morrison (2009);Wang (2012)
Solvencia	activo total/deuda total	Fisher y Martel (2009);Wang (2012)
ROA	EBIT/activo total	Leyman et al. (2011);Wang (2012)
Construcción	dummy= 1 si la empresa pertenece al sector de Construcción e Inmobiliarias	Estudios que consideran el sector: Bergstrom et al. (2002); Fisher y Martel (2009);Wang (2012)
Industria	dummy=1 si la empresa pertenece al sector Industrial	
Servicios	dummy=1 si la empresa pertenece al sector Servicios (omitido en los modelos)	
Año concurso	dummies años 2004 a 2009 (2004 año de referencia, omitido en los modelos)	Fisher y Martel (2009)

Tabla A2. Distribución de la muestra por año de concurso

	TOTAL	REORGANIZAN	LIQUIDAN	T-TEST
Año 2004	2.81	5.53	1.13	-3.48***
Año 2005	11.75	14.29	10.20	-1.38
Año 2006	9.30	10.60	8.50	-0.90
Año 2007	11.23	15.67	8.50	-2.17**
Año 2008	36.67	30.87	40.23	2.17**
Año 2009	28.24	23.04	31.44	2.08**
Nº empresas	570 (100%)	217 (100%)	353 (100%)	

Datos en % sobre el número de empresas en cada columna

Tabla A3. Matriz de correlaciones

	1	2	3	4	5	6	7
1. Resolución	1						
2. Dbancaria	0.1207*** (0.0039)	1					
3. Dcomercial	-0.1243*** (0.0029)	-0.5771*** (0.00)	1				
4. Conflicto75-125	-0.0762* (0.0690)	-0.1139*** (0.0065)	0.1727*** (0.00)	1			
5. Conflicto85-115	-0.0385 (0.3588)	-0.0732* (0.0808)	0.1358*** (0.0012)	0.7853*** (0.0000)	1		
6. Tamaño	0.2136*** (0.0000)	0.1574*** (0.0002)	-0.1292*** (0.0020)	-0.0928** (0.0268)	-0.0272 (0.5171)	1	
7. Solvencia	0.1475*** (0.0004)	0.0028 (0.09471)	-0.0508 (0.2255)	0.0056 (0.8944)	0.0118 (0.7788)	0.0120 (0.7746)	1
8. ROA	0.0334 (0.4264)	0.1324*** (0.0015)	0.1376*** (0.0010)	-0.0151 (0.7188)	-0.0125 (0.7650)	0.1876*** (0.0000)	0.1788*** (0.0000)

Variables en tabla A1. Estadístico t entre paréntesis. *, **, *** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla A4. Acreedores bancarios versus comerciales y resolución

	MODELO 1		MODELO 2		MODELO 3		MODELO 4	
	EM	Z	EM	Z	EM	Z	EM	Z
Dbancaria	0.2741***	2.69						
Dcomercial			-0.2152*	-1.82				
Conflicto75-125					-0.1103**	-2.09		
Conflicto85-115							-0.1079*	-1.73
Tamaño	0.2594***	5.18	0.2599***	5.13	0.2687***	5.32	0.2744***	5.45
Solvencia	0.2279***	3.27	0.2190***	3.06	0.2367***	3.33	0.2364***	3.33
ROA	-0.0570	-0.44	0.0206	0.15	-0.0262	-0.20	-0.0237	-0.18
Construcción	0.0687	1.01	0.0712	1.05	0.0861	1.27	0.0850	1.26
Industria	0.1025*	1.72	0.1053*	1.77	0.1215**	2.05	0.1216**	2.06
Año concurso^a	Si		Si		Si		Si	
Nº observaciones	570		570		570		570	
Pseudo R²	10.92		10.41		10.43		10.28	

Variable dependiente: Resolución (reorganización=1, liquidación=0)
 Modelo: $Resolución = \alpha + \beta_1 (Dbancaria/Dcomercial/Conflicto) + \beta_2 (Tamaño) + \beta_3 (Solvencia) + \beta_4 (ROA) + \beta_5 (Construcción) + \beta_6 (Industria) + \sum \beta_{7,8,9} (\text{año concurso})$
 Estimaciones Probit con STATA11; EM: efectos marginales. ^a Resultados año concurso no reportados. Variables en tabla A1 anexo. *, **, *** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

BIBLIOGRAFÍA

- Ayotte, K. y E. Morrison (2009): "Creditor control and conflict in Chapter 11", *Journal of Legal Analysis*, 1(2): 511-545.
- Bergström, C.; T. Eisenberg, y S. Sundgren. (2002): "Secured debt and the likelihood of reorganization". *International Review of Law and Economics*, 21, 359-372.
- Bonfim, D.; D.A. Dias y C. Richmond (2012): "What happens after corporate default? Stylized facts on access to credit", *Journal of Banking and Finance*, 36: 2007-2025.
- Capkun, V. y L.A. Weiss (2008): "Bankruptcy Resolution and the Restoration of Priority of Claims", *American Law & Economics Association Annual Meetings*, Paper 43, <http://law.bepress.com/alea/18th/art43>.
- Casey, C., V. McGee y C. Stickney (1986): "Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy", *The Accounting Review*, 61 (2): 249-262.
- Dewaelheyns, N. y C. Van Hulle (2009): "Filtering speed in a Continental European reorganization procedure", *International Review of Law and Economics*, 29:375-387.
- Djankov, S.; C. McLeish y A. Shleifer (2007): "Private credit in 129 countries", *Journal of Financial Economics*, 84: 299-329.
- Fama, E. F. (1985): "What's Different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, 15: 29-39.
- Fisher, T.C. y J. Martel (1995): "The creditors' financial reorganization decision: new evidence for Canadian data", *Journal of Law, Economics and Organization*, 11: 112-126.
- Fisher, T.C. y J. Martel (2005): "The Irrelevance of Direct Bankruptcy Costs to the Firm's Financial Reorganization Decision". *Journal of Empirical Legal Studies*, 2(1):151-169.
- Fisher, T.C. y J. Martel (2009): "An empirical analysis of the firm's reorganization decision", *Revue de l'association française de finance*, 30(1): 121-147.
- Franks, J. y O. Sussman (2005): "Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies", *Review of Finance*, 9: 65-96.
- Giammarino, R. N. (1989): "The Resolution of Financial Distress", *Review of Financial Studies*, 2: 25-47.
- González M., V.M: y González R., F (2000): "Procedimientos de resolución de la insolvencia financiera en España: costes de insolvencia y transferencia de riqueza", *Investigaciones Económicas*, 24 (2):357-384.
- Jacobs, M. Jr., Ahmet K. Karagozoglu, y D. N. Layish (2012): "Resolution of Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Processes and Outcomes", *Journal of Portfolio Management*, Winter, 38 (2): 117-135.
- La Porta, R.; Lopez De Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1156.
- Ley Concursal (2003). Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, *Boletín Oficial del Estado* 164, de 10 de julio.
- Leyman, B.; K.J.L. Schoors y P. Coussement (2011): "Does court-supervised reorganization work? Evidence from post-confirmation firm failure", *International Review of Law and Economics*, 31:149-168.
- Miwa, Y. y M. Ramseyer (2005): "Trade credit, bank loans, and monitoring: evidence from Japan", *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 57; SSRN 843526.
- Park, C. (2000): "Monitoring and Structure of Debt Contracts", *Journal of Finance*, IX(5): 2157-2195.
- Repullo R. y Suárez. J. (1998): "Monitoring, Liquidation and Security Design". *The review of financial studies*, 11 (1): 163-187.
- Senbet, L. y T. Yue-Wang (2012): "Corporate financial distress and bankruptcy: a survey", *Working Paper SSRN*, 2034646.
- Tascón Fernández, M. y F. Castaño Gutiérrez (2012): "Variables y modelos para la identificación y predicción del fracaso empresarial: revisión de la investigación empírica reciente", *Revista de Contabilidad*, 15 (1): 7-58.
- Thorburn, K.S. (2000): "Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival", *Journal of Financial Economics*, 58: 337-368.
- Tsuruta, D. y P. Xu (2007): "Debt structure and bankruptcy of financially distressed small businesses", *RIETI Discussion Paper series E-032*.
- Tucker, J.W. y W.T. Moore (2000): "Accounts receivable, trade debt and reorganization", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13 (2): 39-43.

- van Hemmen, E. (2011) "Relación entre el carácter necesario o voluntario del concurso de acreedores y su resolución" *Anuario de Derecho Concursal*, 24: 137-151.
- van Hemmen, E. (varios años): *Estadística concursal*. Anuario. Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España. Madrid.
- Von Thadden, E.; E. Berglöf y G. Roland (2010): "The design of corporate debt structure and bankruptcy", *The Review of Financial Studies*, 23 (7): 2648-2679.
- Wang, C. (2012): "Determinants of the choice of formal bankruptcy procedure: An international comparison of reorganization and liquidation", *Emerging Markets Finance & Trade*, 48 (2): 4-28.
- Welch, I. (1997): "Why is bank debt senior? A theory of asymmetry and claim priority based on influence costs", *The Review of Financial Studies*, 10 (4), 1203-1236.
- White, M. (1989): "The corporate bankruptcy decision", *Journal of Economics Perspectives*, 3:129-151.
- White, M. (1994): "Corporate bankruptcy as a filtering device: Chapter 11 reorganizations and out-of-court debt restructurings", *Journal of Law, Economics & Organization*, 10(2): 268-295.
- Xing, D. (2010): "Determinants of bankruptcy protection duration for Canadian firms". *Working paper*. Faculty of Business, Brock University St. Catharines.

NOTAS

- * Agradecimientos: Las autoras agradecen la colaboración de la Cátedra "la Caixa" de Estudios Financieros y Bancarios de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
1. Autora de contacto: Universidad de Las Palmas de Gran Canaria; Campus de Tafira, Facultad de Economía, Empresa y Turismo; 35017, Las Palmas; España.
 2. La literatura relativa a la resolución del fracaso distingue dos tipos de sistemas que se derivan de la legislación aplicada: los orientados al deudor (e.g., Francia o Capítulo 11 USA) y los orientados al acreedor (e.g., UK). La legislación española en este ámbito puede situarse en una posición intermedia entre ambos extremos, con una puntuación de dos sobre cuatro en el índice de protección de los derechos de los acreedores elaborado por La Porta et al. (1998) y Djankov et al. (2007).
 3. El número de estudios que analizan la resolución de los procedimientos concursales o de insolvencia en empresas no cotizadas es escaso (Frank y Sussman, 2005; Leyman et al., 2011; Bonfim et al., 2012).
 4. En relación a otros estudios referidos al caso español, los trabajos previos sobre insolvencia se han centrado fundamentalmente en la predicción del fracaso empresarial (Tascón y Castaño, 2012). En cuanto a la resolución de la insolvencia destacamos los de González y González (2000) y Van Hemmen (2011). Por último, este mismo autor elabora los Anuarios de Estadística Concursal publicados por el Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España, los cuales contienen un breve análisis relativo a la salida de los concursos, si bien no distinguen entre tipo de acreedores.
 5. www.webconcurasal.com
 6. Concretamente, se requiere contar con las cuentas anuales referidas al año previo a la fecha de concurso en los concursos declarados en el segundo semestre del año y de las cuentas referidas a dos años antes si el concurso se presenta en el primer semestre del año. Ello permite homogeneizar la distancia temporal entre la fecha del concurso y la fecha de las cuentas anuales utilizadas.
 7. <https://www.publicidadconcurasal.es/>. A petición del interesado, se eliminan de este registro público las empresas que han terminado el proceso, lo cual puede originar que no sea posible obtener información de la misma. En este caso hemos recurrido a la webconcurasal.
 8. Además, se ha computado una segunda proxy de conflicto sustituyendo el rango de valores por 0,85-1,15.
 9. Entre las empresas en las que no se da el citado conflicto, la ratio deuda bancaria/deuda comercial es inferior a 0,75 en un 25% de las empresas y superior a 1,25 en un 58% de los casos.
 10. La deuda bancaria y la deuda comercial presentan elevadas correlaciones por lo que dichas variables se introducen de forma sucesiva en los modelos.

