

PROCEDIMIENTOS DE RESOLUCIÓN DE INSOLVENCIA FINANCIERA EN ESPAÑA: COSTES DE INSOLVENCIA Y TRANSFERENCIAS DE RIQUEZA

VÍCTOR MANUEL GONZÁLEZ-MÉNDEZ
FRANCISCO GONZÁLEZ-RODRÍGUEZ
Universidad de Oviedo

El objetivo de este trabajo es analizar el grado de eficiencia del sistema concursal español de suspensiones de pagos y quiebras a través de la comparación de los costes de insolvencia y de las transferencias de riqueza existentes en las empresas que resuelven sus dificultades financieras bajo la tutela judicial frente a las existentes en las empresas que consiguen acuerdos privados entre acreedores y accionistas. Las rentabilidades anormales estimadas ponen de manifiesto un efecto informativo negativo para el anuncio de una suspensión de pagos y la existencia de transferencias de riqueza de los acreedores hacia los accionistas a lo largo del proceso.

Palabras clave: Suspensión de pagos, quiebra, estudio de acontecimientos, acuerdos privados.

(JEL G14, G33)

1. Introducción

Los procedimientos que regulan la relación entre acreedores y accionistas cuando estos últimos no cumplen las promesas contractuales son contenidos en el sistema legal y no especificados en los contratos de endeudamiento. Sin embargo, los procedimientos concursales son implícitamente una parte de todo contrato y afectan a la asignación de recursos como cualquier aspecto contenido en el mismo. De forma concreta, los procedimientos legales de suspensión de pagos y de

Agradecemos los comentarios realizados por los participantes en las III Jornadas de Economía Financiera (Bilbao) y en la 1998 European Financial Management Conference (Lisboa), y de forma particular a Alejandro Inurrieta, al director de la revista y a dos evaluadores anónimos. Este trabajo se ha beneficiado de la ayuda financiera proporcionada por la DGES, proyecto PB96-0539.

quiebra a través de su influencia en los resultados de la negociación pueden afectar a la política de inversión, probabilidad de liquidación, estructura de capital y decisiones operativas de la empresa.

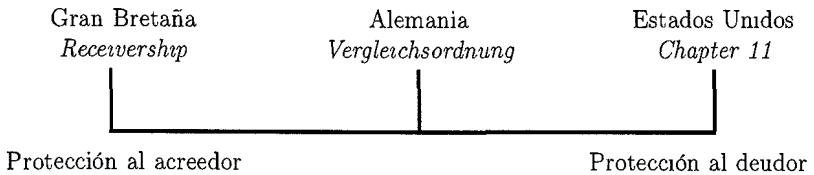
La legislación de la insolvencia financiera debería proporcionar una estructura que permitiese a empresas viables, pero con problemas de liquidez, reorganizarse y continuar sus negocios y a las empresas no viables ser liquidadas. Sin embargo, la dificultad para diferenciar entre empresas viables y no viables cuando se presenta una situación de insolvencia, los conflictos existentes entre los poseedores de tipos diferentes de títulos y el problema del *holdout* o *free rider* hace que el diseño regulatorio eficiente de estos aspectos esté mediatizado por dos fuerzas de sentido inverso (Mooradian, 1994). De una parte, la premura en la transferencia del control empresarial a los acreedores incrementa la probabilidad de que se liquiden empresas donde la continuidad constituye la alternativa óptima, mientras que un retraso en la transferencia del control permite que los directivos realicen inversiones con valor negativo por ser arriesgadas, que consuman de forma privada recursos de la empresa o de los acreedores y que no puedan aceptar inversiones con valor positivo por el efecto "paralizante" de la deuda actual (Myers, 1977). La dificultad estriba en lograr el punto de equilibrio óptimo que teniendo en cuenta ambos tipos de costes permita minimizar los costes totales.

Por tanto, existen dos tipos posibles de ineficiencia *ex-post*¹. En el primer tipo, empresas ineficientes continúan operando cuando deberían ser liquidadas, mientras que el segundo tipo se produce en el caso de liquidar empresas eficientes que deberían continuar. Relacionado con cada uno de estos tipos de ineficiencia *ex-post* y atendiendo a la asignación de los derechos de control de la empresa en situación de insolvencia, los procedimientos legales pueden clasificarse en orientados hacia el deudor (es el caso del capítulo 11 de la ley de Quiebra de Estados Unidos) u orientados hacia el acreedor (como ocurre en el *receivership* de Gran Bretaña). La búsqueda de un sistema legal que permita minimizar ambos tipos de ineficiencia ha provocado que las leyes concursales hayan sido objeto de modificación reciente en varios países. Estados Unidos ha reformado su legislación en 1978 y posteriormente en 1994. En Francia la Ley es de 1985 y fue revisada en

¹Franks *et al.* (1996) distinguen dos tipos de eficiencia adicionales como son la eficiencia *ex-ante* y la intermedia.

1994. Alemania aprobó una nueva regulación en 1994 que ha entrado en vigor en 1999, y la legislación de Gran Bretaña data de 1985 y 1986.

La elaboración reciente de leyes de insolvencia en el ámbito de los países occidentales no ha servido, sin embargo, para unificar la regulación de los procedimientos concursales sino que existen diferentes alternativas según el grado de protección que cada sistema otorga al deudor o a los acreedores. Atendiendo a este criterio se pueden representar los mismos en la siguiente escala²:



A diferencia de estos países, España mantiene una regulación que data de 1829 para el procedimiento de quiebra y del año 1922 en el caso de la Ley de Suspensión de Pagos. Dicha anacronía ha motivado repetidos intentos de reforma (1959, 1976, 1983, 1995) que aún no han fructificado en una nueva Ley concursal. Actualmente, se continúa debatiendo la reforma del procedimiento concursal con el nombramiento de una comisión de expertos encargados de redactar un borrador de anteproyecto de Ley concursal. La evaluación de la eficiencia del actual sistema concursal español y la comparación con otros sistemas ayudará a orientar las líneas de la reforma y constituye la principal motivación del trabajo.

Frente a la utilización de los tribunales para salir de una situación de insolvencia financiera, los accionistas y acreedores también pueden alcanzar acuerdos privados al margen de los tribunales. Puesto que su uso está grandemente determinado por la idoneidad de la alternativa legal, su discusión debe seguir a la presentación del código nacional. Así, Gilson *et al.* (1990) establecen una simple estructura para determinar la elección entre una reestructuración privada y un proceso legal. Esta elección está basada en dos factores: 1) el ahorro en costes que represente la renegociación privada frente a la vía judicial y 2) la facilidad con la que las partes sean capaces de ponerse de acuerdo sobre el reparto del ahorro en costes generado

²Franks *et al.* (1996) y Kaiser (1996) ofrecen una comparación exhaustiva de las leyes de insolvencia en Alemania, Gran Bretaña y Estados Unidos.

Mientras, el ahorro potencial en costes y, por tanto, la probabilidad de renegociación privada, dependerá de la mayor o menor eficiencia de los procedimientos legales de suspensión de pagos y de quiebras contemplados en la legislación de cada país, los problemas para acordar el reparto del ahorro en costes serán crecientes con la dispersión de la deuda, la heterogeneidad de los títulos de deuda y la asimetría de información entre accionistas y acreedores. Puesto que estos tres factores dependen del papel relativo que jueguen los bancos y los mercados en la provisión de fondos a las empresas, la probabilidad de acuerdo privado no sólo dependerá del grado de eficiencia del sistema concursal sino también de las características del sistema financiero o de gobierno de la empresa.

Puesto que el análisis de la eficiencia del sistema concursal español exige el examen de las características que configuran el mismo, éstas se presentan en la sección 2. Las hipótesis a contrastar en este trabajo se plantean en la sección 3, mientras que la metodología, la base de datos y las características tanto de las empresas en reestructuración como de los acuerdos alcanzados se detallan en la sección 4. Los resultados obtenidos para la reacción de los precios de las acciones ante anuncios de acuerdos privados con los acreedores y de declaraciones de suspensión de pagos, así como las acumuladas durante ambos procesos son presentadas en la sección 5. Por último, en la sección 6 se extraen las principales conclusiones del trabajo.

2. Procedimientos concursales en España

La legislación concursal española establece dos procedimientos para regular la resolución de problemas de insolvencia financiera. Por una parte, el procedimiento típico de la insolvencia provisional o iliquidez es el de la suspensión de pagos, dirigido a buscar un acuerdo del empresario con sus acreedores que le permita establecer la normalidad en los pagos modificando las condiciones de las deudas. Este procedimiento persigue la misma finalidad que el contemplado en el capítulo 11 de la Ley de Quiebra norteamericana. Por otra parte, el procedimiento de insolvencia definitiva es la quiebra, dirigido fundamentalmente a la liquidación y reparto del patrimonio empresarial entre los acreedores, por lo que puede equipararse al capítulo 7 de la Ley de Quiebra norteamericana.

Centraremos el análisis en el proceso de suspensión de pagos y no en el procedimiento de quiebra por dos razones. En primer lugar, la po-

tencial ineficiencia de un sistema de quiebra, consistente en liquidar empresas viables, es improbable que ocurra cuando existe un sistema de suspensión de pagos orientado a la protección del deudor. Más al contrario, las potenciales ineficiencias se encontrarían en el sistema de suspensión de pagos al permitir la continuidad de empresas no rentables, haciendo que aquellas empresas que acaben liquidándose bajo el procedimiento de quiebra sean realmente no viables. En segundo lugar, la existencia de sólo cinco casos de quiebra en empresas con cotización impide realizar un estudio sistemático.

La gran protección que la Ley de Suspensión de Pagos española otorga al deudor se puede justificar comparándola con la Ley de las mencionadas que más protege al deudor y que es la norteamericana³. Entre los factores de los procedimientos concursales a analizar, al estar regulados de forma diferente en cada uno de los códigos nacionales, figuran los siguientes: a) el procedimiento de solicitud de la suspensión y la asignación de los derechos de control de la empresa, b) los límites impuestos a las actuaciones que pueden emprender los acreedores y c) la posibilidad de obtener financiación de carácter prioritario una vez suspenso (Kaiser, 1996).

2.1 Procedimiento de solicitud y asignación de los derechos de control

A diferencia del capítulo 11 de la Ley norteamericana en el que tanto el deudor como el acreedor pueden pedir el sometimiento al mismo, en el caso español sólo el deudor puede solicitar la suspensión de pagos. Los acreedores únicamente pueden solicitar el procedimiento de liquidación contemplado en la quiebra. Puesto que los accionistas anticipan que si no pagan a los acreedores éstos solicitarán la quiebra y que entonces no recibirán nada, tienen incentivos a adelantarse solicitando la suspensión de pagos. Estos incentivos serán tanto mayores cuanto mayor sea la protección del deudor en la suspensión.

Una vez declarada la suspensión de pagos, el deudor o empresario sigue teniendo capacidad legal para administrar su negocio o empresa, si bien el juez nombra unos técnicos o expertos, denominados "interventores" (dos propuestos por el deudor y uno por los acreedores) que supervisan e inspeccionan esta administración.

El deudor goza de la capacidad de propuesta del convenio a los acreedores y en la aprobación del mismo se exigen mayorías de 3/5, 3/4

³Una descripción del procedimiento de suspensión de pagos puede encontrarse en Espina (1994) y Van Hemmen (1997).

y 2/3 según el convenio se limite o no a establecer únicamente una espera en el pago a los acreedores que no exceda de tres años y según el acuerdo se alcance en primera o segunda convocatoria.

Aunque la disminución de las mayorías exigidas para la aprobación del convenio permite reducir el problema del *holdout* existente bajo la condición de unanimidad que caracteriza a los acuerdos privados, la potestad exclusiva de los accionistas para proponer el convenio que ponga fin a la insolvencia les otorga un mayor poder de negociación dentro del procedimiento de suspensión de pagos (Bebchuck y Chang, 1992). En primer lugar, la alternativa de retrasar la consecución del acuerdo les permite tener la posibilidad de una resolución favorable del riesgo asociado a las inversiones o maximizar el valor de la opción que disponen y que los acreedores han de pagar. Además, los accionistas podrán apropiarse de los costes de insolvencia que se ahorran adelantando la propuesta y que en otro caso soportarían los acreedores.

2.2 *Límites a las actuaciones de los acreedores*

Una vez declarado el estado de suspensión de pagos quedan paralizadas las acciones iniciadas por los acreedores contra la empresa (*automatic stay*) y los créditos dejan de generar intereses. Así, los acreedores no podrán pedir la declaración de quiebra mientras el expediente de suspensión de pagos esté en tramitación. De la misma forma, todos los embargos que pudieran haberse constituido sobre bienes no hipotecados ni pignorados junto con las sentencias de los juicios ordinarios y ejecutivos en que no se persigan bienes especialmente hipotecados o pignorados quedarán en suspenso mientras no se termine el expediente. De forma similar, la legislación concursal norteamericana también restringe a los acreedores de tomar alguna acción contra el deudor tendente a exigir el cumplimiento de la deuda.

2.3 *Obtención de financiación*

Los gestores de la empresa pueden obtener financiación adicional con carácter prioritario sobre la existente, siempre que los interventores lo autoricen. Dicha medida permite la continuidad de la empresa y sólo las legislaciones de Francia y Estados Unidos contemplan medidas similares.

Finalmente, un factor adicional a considerar es que el poder de negociación del deudor en el proceso de suspensión de pagos no es independiente de la eficiencia del sistema de quiebra (Bebchuk y Chang, 1992).

Cuanto menos eficiente sea el sistema de quiebra o menor sea el valor que los acreedores esperan obtener de la liquidación de los activos en un procedimiento de quiebra, mayor serán las concesiones que estarán dispuestos a realizar en el procedimiento de suspensión de pagos con el objetivo de evitar los costes de la quiebra. En este sentido, el amplio consenso existente sobre la ineficiencia del sistema español de quiebra es otro factor que justifica un mayor poder de negociación del deudor dentro del procedimiento de suspensión de pagos español.

Aunque el fuerte sesgo hacia el deudor propio de la legislación concursal española es útil para impedir que el acreedor pueda forzar la liquidación de empresas que valen más en funcionamiento, puede permitir que los accionistas obtengan más de lo que habrían obtenido si se hubieran visto obligados a negociar fuera del procedimiento judicial y que resultará en violaciones del orden de prioridad establecido para cada tipo de títulos⁴.

3. Hipótesis

Las hipótesis planteadas sobre la eficiencia de la regulación del proceso de suspensión de pagos surgen con el carácter incompleto de la información disponible. Así, en un escenario de información completa no existirían problemas de ineficiencia *ex-post* ya que los acreedores optarían por la liquidación de las empresas no viables, mientras que estarían dispuestos a realizar las quitas necesarias a las empresas viables para evitar el problema de infrainversión, posibilitando la realización de oportunidades rentables de inversión. En este último caso, los acreedores obtienen con la condonación parcial de la deuda más de lo que recibirían en caso de no hacerlo y los accionistas conservan valor en la empresa a pesar de que el mismo era inferior al valor de reembolso de la deuda. Sin embargo, con asimetría informativa sobre el carácter eficiente o ineficiente de la empresa, es decir, sobre la rentabilidad de

⁴Las repercusiones sobre la eficiencia *ex-ante* de la existencia de desviaciones en el orden de prioridad son ambiguas. Entre los inconvenientes destaca la mayor prima por riesgo que exigirán los acreedores al anticipar mayores pérdidas en caso de insolvencia. Sin embargo, la ausencia de un sesgo proacreedor en la legislación concursal tiene también una serie de ventajas en términos de eficiencia *ex-ante* (Pardilla y Requejo, 1998b): 1) no desincentiva la toma de riesgos por empresarios con proyectos de inversión rentables pero con recursos limitados y cierto grado de aversión al riesgo, 2) permite que los mercados financieros realicen más adecuadamente la evaluación de los proyectos de inversión, la cobertura de los riesgos idiosincráticos de los proyectos de inversión y la protección de los empresarios excesivamente optimistas y de aquellos agentes que invierten y/o consumen impulsivamente.

las oportunidades de inversión, cabe esperar que el valor de las acciones durante procesos de insolvencia varíe con nueva información sobre las oportunidades de inversión (efecto informativo), con la dificultad de encontrar una salida a la situación de insolvencia (costes de insolvencia) o con la nueva información sobre la proporción del valor de la empresa que los accionistas podrán obtener derivado de su poder de negociación en el procedimiento judicial (transferencias de riqueza).

Estas tres hipótesis serán contrastadas en el caso español con el análisis de la reacción del precio de las acciones durante procesos de insolvencia. Dicha metodología ha sido utilizada para comparar los costes de los procesos privados y de los procesos legales de reestructuración sin tener que realizar una medida directa de dichos costes. Gilson *et al.* (1990) muestran que las acciones de las empresas que realizan con éxito reestructuraciones privadas de deuda experimentaron un incremento del 41,4% en el valor de las acciones durante el periodo de reestructuración, mientras que las empresas que intentaron un acuerdo privado y tras su fracaso se acogieron al capítulo 11 de la Ley de quiebra experimentaron una rentabilidad acumulada media del -39,9% durante el periodo de intento de reestructuración privada. Al menos parte de esta diferencia del 81% entre las rentabilidades representa la estimación del mercado sobre el ahorro relativo de costes que origina la solución privada frente a la alternativa judicial. Los mayores costes de la vía judicial también se ven ratificados en el caso americano por la ausencia de reacciones anormales significativas de los precios de las acciones ante anuncios del logro de acuerdos privados, mientras que el anuncio de su fracaso y la utilización de la vía judicial origina unas rentabilidades anormales negativas de aproximadamente el -16% (Clark y Weinstein, 1983; Gilson *et al.*, 1990; Eberhart *et al.*, 1990). Este comportamiento del precio de las acciones es consistente con los mayores costes directos y mayor duración de los procedimientos judiciales respecto a los privados, documentados en diversos estudios (Altman, 1984; Weiss, 1990 y Betker, 1997).

Sin embargo, las reacciones de los precios de los títulos en el momento del anuncio de la insolvencia no sólo recogen los costes de insolvencia anticipados por el mercado para cada mecanismo de resolución sino que también pueden incorporar un efecto informativo diferente sobre el valor real de la empresa. Chatterjee *et al.* (1996) muestran que las empresas con peor situación de solvencia son las que optan por el procedimiento legal del capítulo 11, mientras que son las empresas

con menores problemas de liquidez quienes utilizan acuerdos privados. La anticipación por el mercado de esta relación permitiría dotar de diferentes efectos informativos al anuncio de cada procedimiento de resolución, al ser mayor la información negativa comunicada en caso de anunciar la utilización de la vía judicial.

El pronóstico de mayores reacciones negativas ante anuncios de utilización de la alternativa legal tanto al anticipar mayores costes de insolvencia como por los mayores efectos informativos negativos, impide que las rentabilidades anormales obtenidas alrededor del día del anuncio puedan discriminar entre ambos efectos.

Sin embargo, las rentabilidades anormales acumuladas pueden ofrecer evidencia adicional si el peso de los diferentes efectos varía a lo largo del proceso con respecto al momento inicial del anuncio. En este sentido, si en el momento del anuncio de la suspensión resulta difícil de anticipar las transferencias de riqueza que surgirán a lo largo del procedimiento, las mismas serán captadas mejor con las rentabilidades anormales acumuladas durante todo el procedimiento de suspensión que con las existentes en torno al anuncio inicial de la declaración. Así, cabe pensar que las rentabilidades anormales acumuladas además de recoger el efecto de los costes de insolvencia incorporen también las posibles transferencias de riqueza que de acreedores a accionistas se estén originando durante la negociación de la salida de la situación de insolvencia. De esta forma, entendemos que las rentabilidades anormales negativas observadas en los estudios mencionados pueden estar infravalorando los costes de insolvencia reales al poder estar incorporando el efecto positivo de las transferencias de riqueza de acreedores a accionistas. En este contexto, es de esperar un signo negativo para las rentabilidades de las acciones durante todo el proceso de negociación si predomina el efecto de los costes de insolvencia, mientras que es de esperar un efecto positivo en el caso que las transferencias de riqueza compensen los costes de insolvencia.

Por tanto, en este trabajo analizaremos el signo de las rentabilidades anormales acumuladas durante procesos de reestructuración financiera —privados o judiciales— como indicador del efecto neto resultante de dos fuerzas de signo opuesto: el efecto negativo que para los accionistas provoca la existencia de costes de insolvencia frente al positivo que surge de las transferencias de riqueza alcanzadas a lo largo de un procedimiento de negociación tutelado por un sistema legal orientado a proteger al deudor.

4. Metodología, base de datos y empresas en reorganización

El cálculo de la reacción del precio de las acciones ante los diferentes anuncios considerados se ha realizado utilizando la metodología estándar del estudio de acontecimientos con rentabilidades diarias. Así, la respuesta en el precio de las acciones en torno al día de anuncio se analiza a partir del cálculo de la rentabilidad anormal, que se define como la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida en un día determinado y la rentabilidad esperada según el modelo de mercado⁵. Para corregir los potenciales sesgos que la amplia presencia de contratación infrecuente de las acciones de empresas en situación de insolvencia financiera introduciría en la estimación de las betas y en la especificación de los test del estudio de acontecimientos⁶, se analizaron las reacciones del precio de las acciones utilizando el test de Brown y Warner (1985) y el test de Corrado (1989), corrigiendo la estimación de las betas según Cohen *et al.* (1983).

Puesto que la declaración de la suspensión de pagos puede originar la suspensión de la cotización de las acciones por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (C.N.M.V.)⁷ se han estimado las rentabilidades anormales en diversas ventanas "variables" alrededor de la fecha del anuncio. Concretamente, el número medio de días que las empresas de la muestra tuvieron suspendida la cotización ha sido de 12 y el valor de la mediana es de 5 días. La utilización de ventanas variables permite homogeneizar los periodos de acumulación de

⁵La estimación del modelo de mercado se realizó utilizando cotizaciones en un intervalo de 120 días que tenía su comienzo 170 días antes del anuncio del inicio de conversaciones entre accionistas y acreedores para reestructurar la deuda y finalizaba 51 días antes de esa misma fecha. Se han excluido los cincuenta días previos para el cálculo de la rentabilidad esperada tratando de evitar que ésta pudiese encontrarse sesgada porque el inicio de conversaciones se haya conocido con anterioridad a la fecha tomada como referencia del anuncio público. Se ha elegido un periodo amplio de ciento un días (-50, +50) para el cálculo del exceso de rentabilidad con el objetivo de detectar posibles reacciones en el precio de las acciones anteriores y posteriores a la fecha del evento. Se comprobó que todos los anuncios utilizados en la muestra analizada fueron realizados en días diferentes al objeto de garantizar la no violación de independencia de los excesos de rentabilidad a través del tiempo.

⁶Veáanse, entre otros, Cowan y Sergeant (1996) y Maynes y Rumsey (1993) para una revisión de las consecuencias de la presencia de contratación infrecuente sobre los test habitualmente utilizados en el estudio de acontecimientos.

⁷La C.N.M.V. tiene la facultad de suspender la negociación de un valor en los mercados secundarios oficiales cuando concurran circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores (artículo 33 de la Ley del Mercado de Valores, 24/1988).

las rentabilidades anormales de todas las empresas consideradas y aislar el sesgo que se introduciría el comparar rentabilidades anormales generadas en periodos de diferente duración⁸.

Las empresas con problemas de insolvencia financiera admitidas a cotización oficial fueron identificadas a partir del examen de la prensa económica contenida en la base de datos Baratz durante el periodo 01/01/90-31/12/96, de los hechos significativos comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Anuario Interprés que recoge el directorio de sociedades en suspensión de pagos y quiebras. Las entidades de crédito fueron excluidas ante la regulación especial que tutela sus procesos de crisis financiera. Las empresas seleccionadas se agrupan en dos tipos: a) todas aquellas empresas que han alcanzado acuerdos privados con sus acreedores para renegociar la deuda como consecuencia de la imposibilidad de atender a las obligaciones actuales de la misma, y b) empresas que han sido declaradas en suspensión de pagos⁹.

Las fechas del inicio de conversaciones privadas entre la empresa y los acreedores, las de la declaración de la suspensión, así como las fechas del logro del acuerdo y salida de cada una de las situaciones se recogen en el Cuadro 1.

4.1 Características de los Acuerdos

Los acuerdos privados de reestructuración de la deuda identificados en empresas no financieras admitidas a cotización durante el periodo 1990-1996 han sido nueve¹⁰ y han consistido en el aplazamiento

⁸Véase Dimson y Marsh (1986) y Marais *et al.* (1989)

⁹La existencia de solo cinco empresas sometidas al proceso de quiebra aconseja su exclusión del análisis de las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones.

¹⁰El escaso número de anuncios de reestructuraciones privadas podría sugerir que se trata de una alternativa escasamente utilizada por las empresas, determinando la bondad de los mecanismos legales establecidos. Sin embargo, el escaso número de anuncios se debe a que para otras reestructuraciones financieras no es posible identificar una fecha de obtención del acuerdo. Así, se dispone información de otras empresas que llevaron a cabo una renegociación de la deuda tales como Iberdrola (Cinco Días, 19/10/94), Torraspapel (Expansión, 01/12/95), Pescanova (La Voz de Galicia, 11/02/96), Nitratos de Castilla (La Gaceta de los Negocios, 23/05/97), Sotogrande (Cinco Días 22/08/94), Finanzauto (Expansión 20/07/94), Agroman (Expansión, 18/11/93); no obstante, no ha sido posible determinar una fecha concreta de obtención del acuerdo que permitía reestructurar la deuda de la empresa. Adicionalmente, la ausencia de una obligación de comunicar acuerdos informales con los acreedores impide que la prensa económica pueda recoger dichos acuerdos con la misma intensidad que el sometimiento a un procedimiento judicial de suspensión de pagos o de quiebra, que es público en todos los casos.

CUADRO 1
Muestra de empresas con problemas de insolvencia financiera

Reestructuraciones privadas de deuda					
Empresa	Inicio conversaciones		Acuerdo		Duración
Ence			20-04-93		
Ence	30-10-93				
Vilesa	25-06-93		17-09-93		2,73 meses
Vilesa	29-12-93		25-02-94		1,94 meses
Vilesa	29-12-93		29-03-94		3 meses
Vilesa	29-12-93		09-08-94		7,35 meses
Pascual	24-05-91		24-09-91		4 meses
Pascual	05-05-93		10-09-93		4 meses
Fosforera	28-06-95				
Fosforera	14-09-95				
Pebsa	24-10-91				
Urbis			27-05-93		
Urbis			03-03-95		
Suspensiones de Pagos					
Empresa	Inicio Conversaciones	Declaración	Convenio	Salida	Duración*
Prima Inmobiliaria	30-07-92	18-11-92	06-10-94	13-07-95	32 meses
Tubacex		04-06-92	01-10-93	16-10-93	17,5 meses
Nicolás Correa		06-04-94	14-07-95	20-09-95	17,5 meses
Amper Cosesa		20-11-93		14-06-94	7,13 meses
Amper Telemática		20-11-93		31-03-95	16,35 meses
Dimetal		23-04-93	25-11-94	18-09-95	29 meses
Ercros	27-06-92	06-07-92	26-06-93	24-11-93	16,6 meses
Sniace		03-03-92	07-02-94	10-05-95	38 meses
Ib-mei (Micromotor)		22-05-93	08-09-94		15,8 meses
Papelera Española	22-02-91	06-03-91	12-12-92	04-02-93	23 meses
Pebsa		17-03-90	29-12-90	16-02-91	11 meses
Corporación UCEM (Roneo)	14-05-93	10-06-93		16-12-94	18 meses
Hispano Suza (Ofirex)	23-06-92	31-07-92	05-01-94		17 meses
Duro Felguera (Felguera Melt)		14-02-92	05-01-93		10,5 meses
El Aguila Negra		07-10-91		17-12-92	
Nitratos de Castilla		10-07-92	17-07-93		12 meses
Intra Corporación Financiera	31-01-91	06-02-91	24-08-92	20-05-94	40 meses
Huarte	03-01-96	15-03-96	19-12-96		9 meses
Pascual Hermanos	14-07-95	01-08-95	30-12-96		17 meses
Puleva-Uniasa	11-02-94	06-04-94	07-03-96		23 meses

* La duración del proceso de suspensión de pagos se ha estimado como el número de meses que transcurren desde la declaración judicial de la suspensión de pagos hasta el levantamiento de la misma por el juez. En los seis casos donde esta última fecha no era conocida se utilizó en su lugar la fecha del logro del convenio.

del pago de la deuda existente o extensión del vencimiento, sin que se haya identificado en dicho periodo ningún acuerdo privado de reestructuración de deuda consistente en una quita o condonación parcial de la deuda y/o en el intercambio de la deuda existente por títulos convertibles o acciones. Esta característica de los acuerdos es consistente con el hecho de que la insolvencia corresponde a un problema transitorio de liquidez que el sólo aplazamiento en el pago de la deuda permite solucionar. Estas reestructuraciones financieras han tenido una duración media de 3,83 meses y también fueron acompañadas de reestructuraciones de activos al realizarse expedientes de regulación de empleo, venta de activos y cambios en la dirección.

Las declaraciones de suspensiones de pagos realizadas entre 1990-1996 por empresas admitidas a cotización oficial han sido 20¹¹. En diez casos se ha identificado el mantenimiento previo de conversaciones privadas entre accionistas y acreedores de la empresa con la finalidad de reestructurar la deuda que no pudieron evitar la posterior declaración de suspensión de pagos. La duración media del proceso de suspensión de pagos ha sido de 19,5 meses y ha finalizado con la firma de un convenio que pretende la continuidad de la empresa en 17 casos, con la firma de un convenio consistente en la liquidación de la empresa en dos casos (Ofirex e Intra Corporación Financiera) y con la declaración judicial de la quiebra en un caso (El Aguila Negra).

Los convenios alcanzados en el proceso de suspensión de pagos con la finalidad de preservar la continuidad de la empresa se caracterizan por:

- La condonación parcial de los intereses y/o del principal de la deuda existente en un 83,33% de los casos.
- La extensión del vencimiento de los contratos de deuda afectados por el incumplimiento (prórroga en el pago de intereses y/o en la devolución del principal) ha constituido la única medida de reestructuración financiera adoptada en un 11,11% de las ocasiones.
- La concesión a los acreedores de títulos participativos en el capital de la empresa como acciones ordinarias u obligaciones convertibles en acciones en un 38,8% de los casos.

Mientras que los dos primeros tipos de acuerdo permiten evitar el in-

¹¹ Cuatro declaraciones de suspensiones de pagos han sido presentadas por filiales de sociedades cotizadas, a saber, Corporación Ib-meí (Micromotor), Corporación UCEM (Roneo), Grupo Hispano-Suiza (Ofirex) y Duro Felguera (Felguera Melt).

centivo que tienen los nuevos inversores a no financiar proyectos con valor actual positivo que enriquezcan únicamente a los prestamistas antiguos, la concesión a los acreedores de títulos participativos en el capital disminuye los incentivos de los acreedores a oponerse a inversiones arriesgadas que puedan ser rentables, ya que al ser poseedores de títulos de renta variable también les beneficiarían.

La condonación de parte de la deuda indica la existencia de netos patrimoniales negativos y no sólo problemas temporales de liquidez como sucede en el caso de los acuerdos privados. Sin embargo, en el momento de la declaración todas las empresas habían presentado un activo superior al pasivo. Dicho comportamiento justificaría la existencia de un efecto informativo más negativo para el caso de anuncios de utilización de la vía judicial si el mercado anticipa que son las empresas con mayores problemas de insolvencia quienes optan por esta alternativa.

La mayor duración del proceso legal frente al privado supondría la existencia de mayores costes de insolvencia. De esta forma, tanto un mayor efecto informativo negativo como la anticipación de mayores costes de insolvencia en el caso de la vía judicial harían esperar mayores reacciones negativas de las acciones ante el anuncio de sometimiento a esta vía que frente al anuncio de un intento de acuerdo privado.

4.2 *Desviaciones del orden de prioridad*

En el procedimiento de suspensión de pagos se otorga la capacidad de gestión y de proponer un convenio al deudor al tiempo que se fija en un mínimo de dos tercios la mayoría de voto exigible para que los acreedores aprueben el convenio propuesto. Las dos últimas características proporcionan un mayor poder de negociación al deudor respecto al acuerdo privado. En este escenario, los acreedores pueden encontrar óptimo realizar concesiones a los accionistas si el valor obtenido tras la condonación de deuda supera al que obtendrían en caso de no llegar a un acuerdo y tener que liquidar la empresa. De esta forma, los acreedores renuncian a cobrar el 100% de sus obligaciones y permiten el mantenimiento de la empresa y que las acciones conserven un valor positivo. Este resultado se conoce como una desviación del orden de prioridad absoluto (*absolute priority rule*) según el cual los accionistas no tendrían que recibir nada mientras los acreedores no recibieran el 100% de sus créditos.

Puesto que las quitas realizadas en los convenios dependen tanto de la

disminución experimentada por el valor de los activos de la empresa como del poder de negociación del deudor, incorporan tanto los costes de insolvencia del proceso como las transferencias de riqueza que existan entre accionistas y acreedores.

La quita media de los convenios de suspensión de pagos analizados es del 64,22% de la deuda ordinaria frente al 66% en el concurso de acreedores (*receivership*) de Gran Bretaña o al 49% del capítulo 11 de la Ley de quiebras norteamericana¹² (Cuadro 2). La condonación de la deuda realizada por los acreedores contrasta con la evolución del valor de mercado de las acciones que experimenta un crecimiento medio del 45,96%, sugiriendo la existencia de transferencias de riqueza durante el proceso de suspensión¹³.

4.3 *El papel de los bancos en la reducción de los problemas de insolvencia*

El diferente predominio de los mercados o de los bancos en cada sistema financiero en la provisión de recursos a la empresa influye sobre la probabilidad de utilizar el sistema legal para resolver la insolvencia al estar relacionado con la dispersión y complejidad de los títulos de deuda, así como con la existencia de participación bancaria en el capital de las empresas. De esta forma, los menores problemas de *free rider* y de asimetría de información entre acreedores y accionistas en el caso de sociedades que mantienen relaciones estables con entidades bancarias hace más fácil la obtención de un acuerdo privado que evite el sometimiento al procedimiento legal.

Dicho efecto puede explicar que el número de acuerdos privados en un país como Alemania, con fuertes vínculos entre banca e industria, sea relativamente mayor que en Estados Unidos (Kaiser, 1996). En consistencia con este argumento, Hoshi *et al.* (1990) presentan que aquellas empresas pertenecientes a grupos industriales resuelven de forma menos costosa sus problemas de insolvencia que aquellas que no forman parte de tales grupos o que no mantienen una vinculación con un determinado banco.

¹² Véase Franks y Tours (1994) y Olsen (1996)

¹³ No obstante, la variación del valor de las acciones no aísla el efecto del mercado del específico derivado de la situación de insolvencia. En este sentido, el efecto del mercado se tiene en cuenta en las rentabilidades anormales presentadas en la próxima sección.

CUADRO 2
Variación del valor de las acciones
y de la deuda durante el proceso de suspensión de pagos

Empresa	Activo (fecha declaración)	Pasivo exigible (fecha declaración)	Valor de Mercado de las acciones		Variación Valor de las Acciones	Quita de los acreedores
			Declaración	Tras el convenio o salida		
Prima Inmobiliaria	105541	60978	556,31	91	-83%	98%
Tubacex	34008	15549	1112,7	1035	-6,9%	Canje obligaciones convertibles
Nicolás Correa	4733		52,2	52,2	0%	1140M
Amper Cosesa	2410	1036	432,6	2093	383%	55%
Amper Telemática		5195	432,6	2190,9	406,4%	45%
Dimetal	1994	950	61,6	74,2	20,45%	80%
Ercros	112197	33512	2912,7	1747,6	-40%	73%
Sniace	29407	11808	673,7	589,4	-12,5%	Conversión y aplazamiento
Ib-mei	5880			557,2		90%
Papelera Española	35927		1145,8	432,1	-62,3%	Conversión y aplazamiento
Pebsa				373,8		30%
Corporación UCEM	11768		1333,7			75%
Hispano Suza (Ofirex)	9900	8000	15928	11000	-30,9%	Convenio de liquidación
Duro Felguera (Felguera Melt)	23252		15061,5	9838,6	-34,7%	
El Aguila Negra	49501		20058,7	13960	-30,4%	Quiebra
Nitratos de Castilla	8044	6274	882,6	346,3	-60,7%	73%
Intra Corporación Financiera			12927,5	189,2	-98,5%	Convenio de liquidación
Huarte	115839	104817	6876,4	3998,7	-41,8%	50%
Pascual	12963	10272	1904	9087,7	377%	70%
Puleva-Uniasa	29421	25717	3828,5	7521,1	96,4%	31,65

El cuadro recoge el valor contable del activo y del pasivo exigible declarado en el momento de la solicitud de la suspensión o, a falta de éste, el existente a 31 de diciembre del ejercicio anterior. También se presenta la variación del valor de las acciones y la quita o condonación realizada por los acreedores en el convenio. Los datos figuran en millones de pesetas

En este sentido, el importante peso que la financiación bancaria tiene en la empresa española, con participación incluso en el capital de las mismas, hace más probable el logro de un acuerdo privado que en aquellos sistemas financieros más orientados hacia los mercados. Entonces, una consecuencia previsible es que el banco participe activamente en la salida de la situación de insolvencia cuanto más ineficiente sea el procedimiento judicial, realizando concesiones, mientras otros créditos con menor prioridad son pagados en su totalidad¹⁴. Además, una consecuencia adicional de este comportamiento es que el fracaso en la obtención de una solución negociada previa determina la existencia de un mayor número de empresas no viables dentro del procedimiento de suspensión de pagos.

De forma consistente con la hipótesis que la posesión de acciones de la empresa insolvente por la entidad acreedora facilita el logro de un acuerdo privado, se ha comparado la participación bancaria entre las empresas que han optado por la vía judicial frente a las que optan por la vía privada. Así, todas las empresas para las que se ha podido identificar la fecha del anuncio del acuerdo privado son participadas por bancos, quienes tienen una participación media del 63,77%, y en el 50% de los casos son el accionista principal (Cuadro 3). Sin embargo, ninguna de las empresas que acudieron a la suspensión de pagos tenían a un banco como accionista principal y la participación media de los bancos en su capital representa el 1,6%.

CUADRO 3
Participación bancaria en el capital de las empresas

	Porcentaje de empresas con participación bancaria	Porcentaje de empresas en las que un banco es el principal accionista	Participación bancaria media
Total Empresas de la Bolsa de Madrid	56%	23,01%	11,83%
Muestra de Acuerdos privados	100%	50%	63,77%
Muestra de Empresas en Suspensión de Pagos	28,6%	0%	1,6%

El cuadro muestra la diferente participación accionarial de los bancos en la muestra de empresas que logran acuerdos privados con los acreedores y en la muestra de empresas que optan por la suspensión de pagos. Los porcentajes han sido estimados a partir de los datos de participaciones significativas comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores

¹⁴ Si el banco participa en el capital pretenderá maximizar el valor total de la empresa en lugar de sólo el valor de sus títulos de deuda.

5. Rentabilidades anormales a lo largo del proceso de reorganización

Los análisis efectuados sobre la rentabilidad de las acciones ante procesos de reestructuración financiera son de dos tipos. En primer lugar, se analiza la reacción del precio de las acciones ante anuncios del establecimiento de negociaciones privadas entre accionistas y acreedores, y ante anuncios de declaraciones de suspensiones de pagos así como alrededor del día en el que se hace público el logro de un acuerdo en cada una de las vías utilizadas. En segundo lugar, el análisis de las rentabilidades acumuladas durante el periodo de insolvencia bajo cada procedimiento de resolución permite la comparación de los costes de insolvencia financiera y de las transferencias de riqueza entre acreedores y accionistas existentes en cada caso.

La reacción del precio de las acciones en el momento del anuncio de un proceso de reestructuración privada o judicial de suspensión de pagos o de quiebra recogería el efecto informativo de dicho anuncio correspondiente al cambio de la valoración que el mercado realiza sobre la solvencia o capacidad de la empresa para generar fondos, así como los costes de insolvencia anticipados por el mercado para el proceso de resolución. De esta forma, si las empresas que intentan el acuerdo privado tienen menores problemas de solvencia que las que solicitan la declaración de suspensión de pagos y el grado de solvencia de las empresas no es conocido por el mercado, sería utilizado el anuncio de dichos acuerdos por parte del mercado para inferir la capacidad de la empresa a la hora de generar flujos de caja. Al mismo tiempo, la anticipación de costes de insolvencia diferentes en cada mecanismo de resolución puede provocar una reacción distinta en el momento de anunciar la alternativa elegida.

En este escenario cabe esperar menores reacciones negativas del precio de las acciones ante anuncios de acuerdos privados que ante anuncios de suspensiones de pagos al inferir el mercado menores problemas de insolvencia y/o menores costes de insolvencia que en el caso de optar por la vía judicial.

Los resultados obtenidos utilizando el test de Brown y Warner (1985) y el test de Corrado (1989), corregida la estimación de las betas según Cohen *et al.* (1983) se muestran en el Cuadro 4. Las rentabilidades anormales se acumulan en diferentes periodos, siendo éstos los intervalos en los que se observan mayores reacciones significativas en el precio

de las acciones. Por su parte, los Gráficos 1 y 2 muestran las rentabilidades anormales acumuladas en el intervalo (-10,+10) alrededor de cada uno de los eventos.

GRÁFICO 1
Rentabilidades anormales acumuladas (-10, +10)

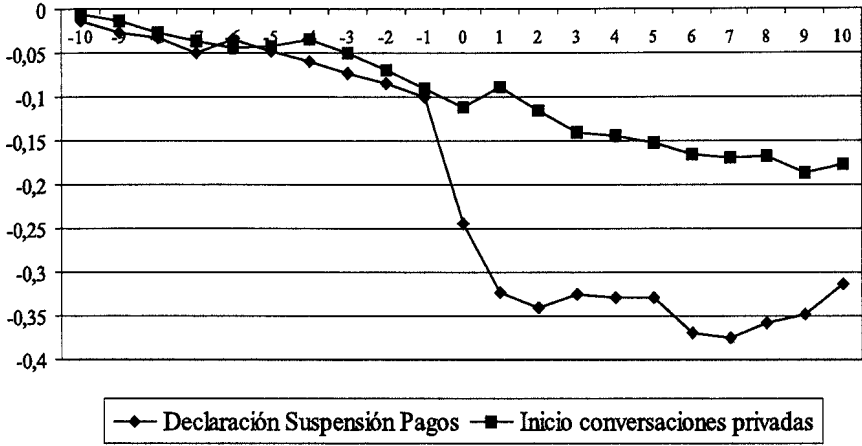
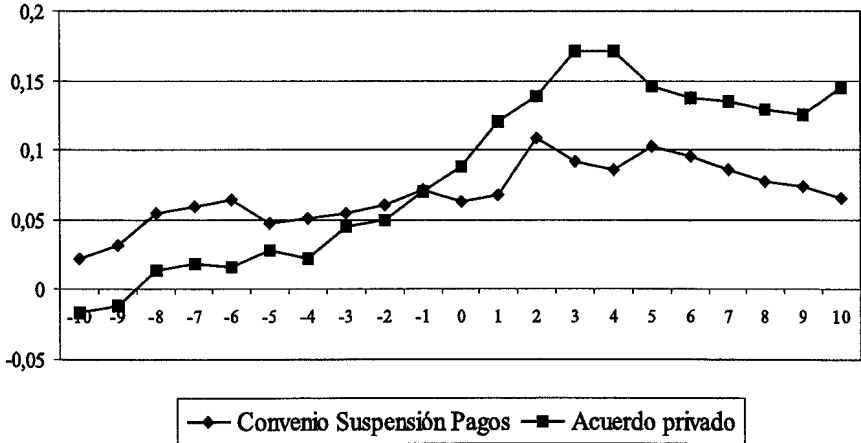


GRÁFICO 2
Rentabilidades anormales acumuladas (-10, +10)



CUADRO 4
Rentabilidades anormales de las acciones

	% RAC	Test Brown-Warner	Test Corrado	% RAC > 0	Estadístico <i>t</i> de diferencias de las RAC
<i>Panel A. Inicio de conversaciones privadas (n=15)</i>					
(-3,+3)	-10,505	-5,286***	-3,536***	33,33	
(-2,+2)	-6,492	-3,662***	-3,057***	20,00	
(-1,+1)	-1,952	-1,369	-1,543	33,33	
(0,+2)	-2,576	-1,590	-1,899*	33,33	
<i>Panel B. Declaración de suspensión de pagos (n=18)</i>					
(-3,+3)	-21,477	-12,066***	-3,136***	27,78	-1,387
(-2,+2)	-23,006	-15,350***	-4,673***	33,33	-2,436**
(-1,+1)	-20,671	-17,838***	-5,098***	11,11	-3,033***
(0,+2)	-20,402	-18,263***	-4,450***	16,67	-2,637***
<i>Panel C. Acuerdo Privado (n=9)</i>					
(-3,+3)	14,897	4,057***	2,687***	100,00	
(-2,+2)	9,467	2,979***	2,272**	77,78	
(-1,+1)	7,142	2,997***	2,587***	88,89	
(0,+2)	6,932	2,708***	1,724*	88,89	
<i>Panel D. Convenio de suspensión de pagos (n=9)</i>					
(-3,+3)	4,092	1,796*	1,066	78,57	-1,482
(-2,+2)	5,465	2,320**	2,067**	85,71	-0,743
(-1,+1)	0,713	-0,355	0,803	64,29	-1,993**
(0,+2)	3,798	2,249**	2,462**	71,43	-0,325

Las rentabilidades anormales muestran la diferencia entre la rentabilidad real y la esperada según el modelo de mercado estimado durante el periodo (-170,-51). Los potenciales sesgos originados por la típica presencia de problemas de contratación infrecuente en empresas con dificultades financieras se corrigen estimando las betas según Cohen *et al* (1983). La significación estadística de las rentabilidades anormales se mide con el test de Brown y Warner (1985) y con el test de Corrado (1989). Las diferencias en el número de empresas consideradas en este cuadro y las recogidas en el cuadro 1 se deben a

Panel A. se excluyen Ercros e Intra Corporación Financiera por tener suspendida la cotización

Panel B. se excluye Nitratos de Castilla por tener suspendida la cotización.

Panel C. se incluyen todas

Panel D. se excluyen Ofirex (Hispano Suiza) e Intra Corporación Financiera por tratarse de un convenio de liquidación

* Estadísticamente significativo al 10%.

** Estadísticamente significativo al 5%

*** Estadísticamente significativo al 1%.

Estos resultados indican la existencia de rentabilidades anormales significativas de carácter negativo tanto en el caso de anuncios del inicio de conversaciones privadas como de declaraciones de suspensiones de pagos, independientemente del test de significación estadística considerado. Sin embargo, la mayor reacción negativa observada ante anuncios de declaraciones de suspensiones de pagos —en torno al 22%—, diferencia que es estadísticamente significativa, sugiere que el mercado infiere menores problemas de insolvencia y/o menores costes de insolvencia cuando se opta por el arreglo privado que cuando se opta por la resolución judicial contemplada en la suspensión de pagos.

Por otra parte, y de forma consistente con la transmisión de información positiva sobre la evolución futura de la empresa, el anuncio de un acuerdo con los acreedores provoca reacciones positivas en el precio de las acciones tanto si es alcanzado de forma privada como si tiene lugar en el seno de un proceso judicial de suspensión de pagos. Sin embargo, aunque la reacción positiva es mayor ante un anuncio de un acuerdo privado que frente a un convenio de suspensión de pagos, la diferencia no es estadísticamente significativa.

Con la finalidad de solventar los problemas de contratación infrecuente existentes durante la ventana del evento, debido a la suspensión en la negociación que los procesos concursales suelen originar, se ha realizado un análisis adicional que ha consistido en considerar diversas ventanas variables al objeto de homogeneizar los periodos de acumulación de las rentabilidades anormales. Así como puede comprobarse en el Cuadro 5 se han utilizado tres ventanas variables en torno al evento, a saber, $(-3,+3)$, $(-5,+5)$ y $(-10,+10)$. El procedimiento utilizado ha consistido en acumular las rentabilidades anormales considerando los días posibles de negociación, de tal forma que en la ventana $(-3,+3)$ se han acumulado para cada anuncio el número de rentabilidades necesarias para recoger la reacción en el precio de las acciones desde tres días potenciales de negociación antes a tres días posteriores a la fecha del anuncio.

Los resultados obtenidos recogidos en el Cuadro 6 no presentan diferencias cualitativas con respecto a los comentados anteriormente, así tanto el inicio de conversaciones privadas como la declaración de la suspensión de pagos dan lugar a reacciones negativas y significativas siendo mayor el contenido informativo negativo y/o los costes de insolvencia anticipados para las declaraciones de suspensiones de pagos. Por lo que se refiere a la obtención de acuerdos privados y de convenios de suspensión de pagos los resultados ponen de manifiesto la reacción positiva asociada a ambos eventos, que resulta ser, no obstante, superior para el caso de los convenios de acreedores de las suspensiones de pagos, aunque la diferencia tampoco es estadísticamente significativa.

Por otra parte, el Cuadro 6 muestra las rentabilidades acumuladas durante el proceso de reestructuración para cada procedimiento de resolución. Estas rentabilidades se acumulan para los acuerdos privados desde el día en el que existe la primera noticia de inicio de conversaciones privadas entre acreedores y accionistas hasta el día en el que se publica el logro del acuerdo, y para las suspensiones de pagos desde el

CUADRO 5
Rentabilidades anormales de las acciones (ventana variable).

	% RAC	Test Brown-Warner	% RAC >0	Estadístico t de diferencias de las RAC
<i>Panel A. Inicio de conversaciones privadas (n=15)</i>				
(-3,+3)	-8,197	-4,842***	26,67	
(-5,+5)	-7,023	-3,360***	26,67	
(-10,+10)	-9,586	-3,149***	26,67	
<i>Panel B. Declaración de Suspensión de pagos (n=18)</i>				
(-3,+3) -	16,432	-14,121***	11,11	-1,481
(-5,+5)	-23,574	-15,804***	11,11	-2,140**
(-10,+10)	-25,129	-11,900*	22,22	-1,476
<i>Panel C. Acuerdo privado (n=9)</i>				
(-3,+3)	12,574	3,793***	100,00	
(-5,+5)	11,243	2,889***	77,78	
(-10,+10)	13,575	2,443**	88,89	
<i>Panel D. Convenio de Suspensión de pagos (n=14)</i>				
(-3,+3)	3,840	1,727*	78,57	-1,335
(-5,+5)	29,523	20,887***	50,00	0,565
(-10,+10)	33,169	15,564***	64,29	0,544

Las rentabilidades anormales se acumulan atendiendo a los días hábiles de negociación independientemente de que cotice o no una empresa. En este caso, la significación estadística se mide a través del test de Brown y Warner (1985).

Las diferencias en el número de empresas consideradas en este cuadro y las recogidas en el cuadro 1 se deben a:

Panel A. se excluyen Ercros e Intra Corporación Financiera por tener suspendida la cotización.

Panel B. se excluye Nitratos de Castilla por tener suspendida la cotización.

Panel C se incluyen todas

Panel D. se excluyen Ofirex (Hispano Suiza) e Intra Corporación Financiera por tratarse de un convenio de liquidación.

* Estadísticamente significativo al 10%.

** Estadísticamente significativo al 5%.

*** Estadísticamente significativo al 1%.

día de la declaración hasta el día de la salida¹⁵. Es necesario tomar con cautela las reacciones observadas durante procesos de reestructuración privada de la deuda ante el escaso número de observaciones disponibles¹⁶.

¹⁵ Para las empresas que no se disponía una fecha de salida del proceso de suspensión de pagos ha sido utilizada como tal la fecha de aprobación del convenio.

¹⁶ Únicamente ha sido posible considerar aquellas reestructuraciones privadas de deuda para las cuales se disponía tanto de una fecha de inicio como de salida

CUADRO 6
Rentabilidades anormales acumuladas

	% RAC	n	% RAC>0
Acuerdos privados	1,54 (-0,2195)	4	
Suspensiones de pagos (1) (Declaración-Salida)	149,91 (11,006)***	16	81,25%
(2) (Declaración-Convenio)	71,57 (4,68)***	14	85,71%
(3) Declaración-Avance de la negociación	33,1 (1,839)*	13	61,54%

La diferencia en el número de anuncios utilizados con respecto a los que figuraban en los cuadros 4 y 5 se debe a que únicamente se han considerado aquellos procesos de suspensión de pagos en los cuales fue posible identificar las fechas necesarias para acumular las rentabilidades anormales. Las rentabilidades anormales experimentadas por las acciones durante los procesos de suspensión de pagos se han acumulado desde el momento de la declaración hasta el momento de la salida -se ha utilizado el convenio para aquellas empresas para las cuales no se disponía de una fecha de salida del proceso de suspensión de pagos- (1), hasta el momento del convenio (2) y hasta el momento en que produce un avance en la negociación con los acreedores que da lugar a esperar una pronta salida de la suspensión de pagos (3). En la acumulación de las rentabilidades anormales desde la declaración a la salida se ha prescindido de aquellas empresas en las cuales la salida se producía por una entrada en una situación de quiebra (El Aguila Negra) o por una liquidación (Hispano Suiza -Ofirex- e Intra Corporación Financiera). En la acumulación de rentabilidades anormales desde la declaración al convenio se ha prescindido de aquellas empresas para las cuales no se disponía de una fecha de aprobación del convenio, esto es, Amper y Roneo. No fue posible identificar una fecha de avance en las negociaciones con los acreedores para Nitratos de Castilla, Roneo y Felguera Melt, aunque sí para Amper.

* Estadísticamente significativo al 10%

** Estadísticamente significativo al 5%

*** Estadísticamente significativo al 1%

Las rentabilidades anormales acumuladas durante el proceso de reestructuración financiera no son significativas en el caso de acuerdos privados, mientras que son altamente positivas (150%) durante el proceso judicial de suspensión de pagos. Además, en más del 80% de los casos la rentabilidad anormal es de signo positivo, descartando que unos pocos valores extremos sean los causantes del carácter positivo de la rentabilidad anormal acumulada. Estos resultados no son sensibles al periodo elegido para acumular las reacciones de los procesos una vez declarada la suspensión de pagos. Así, pudiera ocurrir que antes de la salida de la suspensión de pagos, el anuncio público del logro de un convenio con los acreedores provocara reacciones positivas en el precio de las acciones que compensasen las negativas que pudieran existir hasta ese momento desde el momento de la declaración. Esta posibilidad es descartada a partir de los datos recogidos en las filas (2) y (3) del Cuadro 6, correspondientes, respectivamente, a las rentabilidades

anormales acumuladas desde el día de la declaración hasta el día del anuncio público del logro del convenio y desde el día de la declaración hasta la primera noticia pública disponible indicando un avance en el proceso de negociación. Dichos resultados sugieren la inexistencia de rentabilidades anormales negativas significativas durante el período inmediatamente que sigue a la declaración y donde no se comunica ningún avance en el proceso de resolución de la insolvencia, mientras que se producen reacciones anormales positivas desde que comienzan a existir indicios de acuerdo hasta que éste se logra y permite la salida de la suspensión de pagos.

El signo positivo de las rentabilidades anormales acumuladas a lo largo del procedimiento de suspensión de pagos contrasta con el negativo de las rentabilidades anormales observadas en torno al anuncio de la declaración. La diferencia en el signo indica el distinto peso que el efecto informativo, el de los costes de insolvencia y el de la transferencia de riqueza tienen en el momento del anuncio del inicio del proceso y a lo largo de todo el proceso de suspensión. El hecho que una respuesta positiva del precio de las acciones sea únicamente pronosticada por la hipótesis de transferencia de riqueza indica que este efecto es el predominante durante el proceso de reestructuración judicial y que no es anticipado en el momento de la declaración de la suspensión de pagos.

Las rentabilidades anormales acumuladas positivas obtenidas para todo el proceso sugieren el dominio a lo largo del procedimiento de suspensión del efecto positivo de la transferencia de riqueza de los acreedores hacia los accionistas sobre el negativo de los costes de insolvencia. Dicho efecto sería consecuencia de la fuerte protección que el sistema judicial de la suspensión de pagos otorga al deudor en el caso español, y contrasta con la evidencia obtenida en el caso norteamericano para aquellas empresas que se acogen al capítulo 11 de la Ley de Quiebras. La explicación a resultados tan divergentes hay que buscarla en diferencias institucionales de los procesos judiciales que tutelan en cada país la resolución de la insolvencia financiera empresarial.

6. Conclusiones

En este trabajo se analizan las reacciones de los precios de las acciones en aquellas empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid que durante el período 1990-1996 estuvieron sometidas a procesos de reestructuración privada de la deuda y procedimientos de

suspensión de pagos.

Las rentabilidades anormales negativas observadas en el momento del anuncio de declaración de suspensión de pagos y del inicio de conversaciones privadas son interpretadas como la transmisión negativa de información sobre la verdadera rentabilidad de las empresas que se acogen a dichos procesos y como la anticipación que realiza el mercado sobre los costes de insolvencia que se generarán en cada alternativa de resolución. A diferencia de trabajos precedentes, se considera que las rentabilidades anormales acumuladas a lo largo de dichos procesos no sólo reflejan el efecto negativo de los costes directos e indirectos de insolvencia, sino también el efecto positivo de la transferencia de riqueza que los accionistas pueden conseguir de los acreedores y que puede tener una cuantía diferente dependiendo de las características regulatorias del proceso concursal de cada país. En este sentido, las rentabilidades anormales acumuladas positivas experimentadas en término medio por las acciones de las empresas sometidas al procedimiento legal de suspensión de pagos son indicativas de la alta importancia de estas transferencias de riqueza en el caso español. Estos resultados son coincidentes con la visión existente en el ámbito jurídico sobre la alta protección que nuestro sistema judicial de suspensión de pagos concede al deudor y en la utilización del mismo para encubrir situaciones de insolvencia definitiva que debieran regularse por el procedimiento de quiebra.

Referencias

- Altman, E.I. (1968), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley and Sons, Inc. 2a edición.
- Altman, E.I. (1984): "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance* 30, pp. 1067-1089.
- Bebchuk, L.A. y H.F. Chang (1992): "Bargaining and the division of value in corporate reorganization", *Journal of Law, Economics and Organization* 8, pp. 253-279.
- Betker, B.L. (1997): "The administrative cost of debt restructurings: Some recent evidence", *Financial Management* 26, pp.56-68..
- Brown, D., C. James y R. Mooradian (1993): "The information content of distressed restructuring involving public and private debt claims", *Journal of Financial Economics* 33, pp. 93-118.
- Brown, S.J. y J. Warner (1985): "Using daily stock returns", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 3-31.

- Chatterjee, S., U.S. Dhillon y G.G. Ramírez (1996): "Resolution of financial distress: Debt restructurings via Chapter 11, prepackaged bankruptcies, and workouts", *Financial Management* 25, pp. 5-18.
- Chen, Y., J.F. Weston y E.I. Altman (1995): "Financial distress and restructuring models", *Financial Management* 24, pp. 57-75.
- Clark, T.A. y M.I. Weinstein (1983): "The behavior of the common stock of bankrupt firms", *Journal of Finance* 38, pp. 489-504.
- Cohen, K.J., G.A. Hawawini, S.F. Maier, R.A. Schwartz y D.K. Whitcomb (1983): "Friction in the trading process and the estimation of systematic risk", *Journal of Financial Economics* 12, pp. 263-278.
- Corrado, C.J. (1989): "A nonparametric test for abnormal security price performance in event studies", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 385-395.
- Cowan, A.R. y M.A. Sergeant (1996): "Trading frequency and event study test specification", *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1731-1757.
- Detragiache, E. (1995): "Adverse selection and the cost of financial distress", *Journal of Corporate Finance* 1, pp. 347-365.
- Dimson, E. y P. Marsh (1986): "Event study methodologies and the size effect. The case of UK press recommendation", *Journal of Financial Economics* 17, pp. 113-142.
- Eberhart, A.C., W.T. Moore, y R.L. Roenfeldt (1990): "Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings", *Journal of Finance* 45, pp. 1457-1469.
- Espina, A. (1994): "La crisis del Sistema Concursal Español", *Información Comercial Española* núm. 727, pp. 7-32.
- Espina, A. (1998): "Opciones de política legislativa para la reforma de la legislación concursal española", *Hacienda Pública Española* 144, pp. 17-28.
- Fernández, A.I (1988): "A Spanish model for credit risk classification", *Studies of Banking and Finance* 7, pp.115-125.
- Franks, J.R., K.G. Nyborg, y W.N. Torous (1996): "A comparison of US, UK, and German Insolvency Codes", *Financial Management* 25, pp. 86-101.
- Franks, J.R. y W.N. Torous (1989): "An empirical investigation of U.S. firms in reorganization", *Journal of Finance* 44, pp. 747-769.
- Franks, J.R. y W.N. Torous (1994): "A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganizations", *Journal of Financial Economics* 35, pp.349-370.
- Gertner, R. y D. Scharfstein (1991): "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance* 46, pp. 1189-1222.
- Gilson, S.C. (1989): "Management turnover and financial distress", *Journal of Financial Economics* 25, pp. 241-262.
- Gilson, S.C., K. John y L.H.P. Lang (1990): "Troubled debt restructurings. an empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 315-353.

- Haugen, R.A. y L.W. Senbet (1988): "Bankruptcy and agency costs: Their significance to the theory of optimal capital structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, pp. 27-37.
- Hoshi, T., A. Kashyap, y D. Scharfstein (1990): "The role of banks in reducing the cost of financial distress in japan", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 67-88.
- John, K. (1993): "Managing financial distress and valuing distressed securities: A survey and a research agenda", *Financial Management* 22, pp. 60-78.
- Kaiser, K.M.J. (1996): "European bankruptcy laws: Implications for corporations facing financial distress", *Financial Management* 25, pp. 67-85.
- Marais, L.K., K. Schipper, y A. Smith (1989): "Wealth effects of going private transactions for senior securities", *Journal of Financial Economics* 23, pp. 155-191.
- Maynes, E. y J. Rumsey (1993): "Conducting event studies with thinly traded stocks", *Journal of Banking and Finance* 17, pp. 145-157.
- Mooradian, R. (1994): "The effect of bankruptcy protection on investment: Chapter 11 as a screening device", *Journal of Finance* 49, pp. 1403-1430.
- Myers, S.C. (1977): "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, pp.147-175.
- Ofek, E. (1993): "Capital structure and firm response to poor performance", *Journal of Financial Economics* 34, pp. 3-30.
- Olsen, J.P. (1996): "A restructuring of distressed bank debt: Some empirical evidence from the UK", Mimeo, London Business School, London, UK.
- Padilla, A.J. y A. Requejo (1996): "Financial distress, bank debt restructurings, and layoffs: Theory and evidence", XII Jornadas de Economía Industrial, Madrid.
- Padilla, A.J. y A. Requejo (1998a): "The efficiency cost of inadequate bankruptcy laws and other credit regulations", de próxima aparición en Gavin y Pagano (eds.), *Institutional Arrangements to Ensure Willingness to Repay in Financial Markets*, Washington, Inter-American Development Bank.
- Padilla, A.J. y A. Requejo (1998b): "La 'Segunda Oportunidad'. El tratamiento de la quiebra personal en España y su reforma", Documento presentado en el Primer Forum CREI-Expansión: Nuevas Fronteras de la Política Económica. Barcelona.
- Saá-Requejo, J. (1996): "Financing decisions: lessons from the spanish experience", *Financial Management* 25, pp. 44-56.
- Smith, C.W. y J.B. Warner (1979): "On financial contracting: An analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics* 7, pp. 117-161.
- Van Hemmen, E. (1997): "La Ley de Suspensión de Pagos de 1922: Una valoración económica desde la evidencia empírica", *Hacienda Pública Española* 141-142, pp. 259-275.
- Van Hemmen, E. (1998): "Funcionamiento del Sistema Concursal Español: Eficiencia económica y aspectos distributivos a partir de la información del Registro Mercantil de Barcelona", Trabajo presentado en las III Jornadas de Economía Financiera, Bilbao.

- Warner, J.B. (1977): "Bankruptcy costs: Some evidence", *Journal of Finance* 32, pp. 337-347.
- Weiss, L.A. (1990): "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 285-313.
- White, M.J. (1994): "Corporate bankruptcy as filtering device: Chapter 11 reorganizations and out-of-court debt restructurings", *Journal of Law, Economics and Organization* 10, pp. 268-295.
- Wruck, K.H. (1990): "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 419-444.

Abstract

The aim of this paper is to analyze the stock price reaction in financially distressed firms around announcements of private debt restructuring agreements and suspension of payment. Moreover, the degree of efficiency of the Spanish Insolvency Law will be evaluated by means of a comparison with the costs of insolvency and the transfer of wealth in companies that resolve their financial difficulties under legal proceedings in contrast to those that workout agreements with creditors and shareholders. Market reaction shows a negative information effect in the suspension of payment announcement and the existence of wealth redistribution between creditors and shareholders.

Keywords: Suspension of payment, bankruptcy, event studies, workout

Recepción del original, diciembre de 1996

Versión final, enero de 1999