

LA EMPRESA EN CANARIAS

Sección coordinada por

INMACULADA AGUIAR DIAZ

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesora Titular de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

El objetivo del estudio que se presenta es el análisis de las causas que llevan a una empresa a entrar en concurso y a analizar si dicha causa influye en la forma en la que se resuelve el proceso. Tal como establece la Ley Concursal de 2003, las empresas que inician el proceso concursal pueden ser reorganizadas, si llegan a un acuerdo con sus acreedores, o liquidadas. Existe una opinión generalizada de que la gran mayoría de las empresas que entran en concurso acaban en liquidación, debido fundamentalmente al estado de deterioro en el que se encuentran.

Ciertamente, los estudios realizados confirman esta idea. En el caso de Canarias, las autoras del presente trabajo encuentran que aproximadamente solo un 30% de las empresas que han resuelto el concurso se reorganizan. El análisis de las causas les permite identificar que

son las empresas que entran en concurso por motivos de índole económica (obtención de resultados negativos), más que estrictamente financieras, las que presentan una mayor probabilidad de ser reorganizadas ya que difícilmente el acuerdo con los acreedores va a resolver dichos problemas.

El estudio se enmarca en una línea de investigación de las autoras sobre las empresas concursadas en España, y en Canarias en particular y representa una continuidad de la línea de investigación iniciada con el trabajo publicado en el número 31 (2010) de la Revista Hacienda Canaria sobre el fracaso empresarial en Canarias, en la cual se enmarca también el estudio sobre la duración de los concursos en Canarias publicado en el número 40 (2014) de la citada revista.

LA RESOLUCIÓN DEL CONCURSO EN LAS EMPRESAS CANARIAS

INMACULADA AGUIAR DIAZ*

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesora del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

MARIA VICTORIA RUIZ MALLORQUI*

Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales
Profesora del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

SUMARIO

- I. Introducción
- II. La resolución del concurso en la legislación española
- III. Causas del fracaso y resolución del concurso. Argumentos teóricos
- IV. Muestra y variables
 - A) Muestra
 - B) Variables
- V. Causas del fracaso y resolución del concurso en Canarias
 - A) Análisis descriptivo
 - B) Análisis econométrico
- VI. Conclusiones
- Referencias

**Las autoras desean expresar su agradecimiento a la Cátedra "la Caixa" de Estudios Financieros y Bancarios de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

Resumen del contenido:

Una vez que las empresas entran en el proceso legal del concurso de acreedores, la normativa establece dos vías de resolución: reorganización o liquidación. La eficiencia del sistema concursal implica que las empresas viables sean reorganizadas mientras que las no viables deberían ser liquidadas. No obstante, la existencia de información asimétrica da lugar a errores. En el contexto de la vigente legislación concursal española, el presente estudio tiene por objeto analizar si la resolución de los concursos está relacionada con las causas del mismo. El estudio parte de una muestra de 473 sociedades canarias que han entrado en concurso desde la entrada en vigor de la Ley Concursal de 2003 hasta diciembre de 2011, de las cuales 164 han resuelto el concurso hasta finales de 2013. De estas, un 30% ha logrado alcanzar un acuerdo con sus acreedores para reorganizar la empresa y continuar su actividad, mientras que el resto ha entrado en fase de liquidación. Los resultados confirman los planteamientos teóricos relativos a que las empresas con fracaso económico, así como las que presentan un fracaso de tipo económico-financiero son menos viables por lo que tienen menor probabilidad de reorganizarse.

I. INTRODUCCION

La investigación precedente acerca del fracaso se ha centrado en identificar las características de las empresas que presentan una mayor probabilidad de fracaso. La mayoría de los estudios consideran la solicitud del procedimiento legal de fracaso, concurso de acreedores en el caso español, como dato objetivo que determina la entrada en el proceso. Sin embargo, los estudios que analizan la salida o resolución del fracaso son escasos quizá porque, como afirman Barniv et al. (2002), predecir la resolución del fracaso es más complejo que distinguir entre empresas sanas e insolventes, pues todas se encuentran en dificultades financieras.

Como procedimiento legal, el concurso de acreedores está sujeto a la normativa. En este sentido, la

legislación que regula los procesos de insolvencia debería proporcionar un marco que permitiese a empresas viables, reorganizarse y continuar sus negocios y a las empresas no viables ser liquidadas. No obstante, la existencia de asimetrías informativas así como conflictos de intereses, e ineficiencias en el proceso, pueden dar lugar a dos tipos de errores: liquidar una empresa viable y permitir que sobrevivan empresas que deberían ser liquidadas. En relación con el sistema legal, 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., Capítulo 11 USA) y los orientados al acreedor (e.g., UK). En el primer caso, se trata de mantener la empresa en funcionamiento al tiempo que se trata de salvaguardar los intereses de otros agentes, particularmente los empleados mientras que en el

segundo los acreedores tratan de maximizar el recobro de sus deudas (Celentani et al., 2010). En el caso de la actual legislación española (Ley Concursal 22/2003¹), la misma puede situarse en una posición intermedia entre ambos extremos. No obstante, la exposición de motivos de la Ley Concursal española muestra como objetivo destacado la protección de los acreedores.

Existe un amplio debate en la literatura acerca de la eficiencia de los procedimientos legales relativos a la insolvencia empresarial. Así, cuando un sistema concursal está orientado a la protección del deudor, es improbable que se observe un proceso de liquidación de empresas viables; más bien las posibles ineficiencias se encontrarían en permitir la continuidad de empresas no rentables. En este sentido, algunos autores afirman que los sistemas orientados a la protección del deudor (ej., Chapter 11 USA), tienen un sesgo hacia la continuidad de empresas inviables (Hotchkiss, 1995). En el caso español, la Ley Concursal de 2003 otorga una menor protección al deudor que la normativa previa, lo cual plantea algunas dudas acerca de su eficiencia (Fernández, 2004).

Siguiendo con la eficiencia de la legislación, algunos autores proponen como paso previo para su análisis, estudiar las causas del fracaso, distinguiendo entre fracaso financiero y fracaso económico (Hotchkiss, 1995; Andrade y Kaplan, 1998; Denis y Rogers, 2007; Lemmon et al., 2009; Balcaen et al., 2011; Fischer y Wahrenburgh, 2012). La importancia del tipo de fracaso se ha puesto de manifiesto recientemente en la medida llevada a cabo por el Gobierno de España, en relación al nuevo marco para los acuerdos de refinanciación y reestructuración de la deuda de las empresas con problemas. Tal y como indica la nueva normativa se trata de garantizar la supervivencia de sociedades que han acumulado una carga financiera excesiva, pero que son viables desde el punto de vista operativo. De esta forma, las empresas que se enfrentan al fracaso financiero son viables económicamente, pero presentan un elevado endeudamiento y tienen dificultades pagar sus deudas. Las empresas que se enfrentan al fracaso económico también tienen dificultades para pagar sus deudas, pero se caracterizan por un muy bajo o negativo resultado operativo, por lo que su continuidad es dudosa, incluso en ausencia de endeudamiento (Lemmon et al., 2009).

¹ Ley 22/2003, de 22 de julio que entra en vigor en 1 de septiembre de 2004. Esta normativa ha sido modificada, entre otras, por la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal y por la ley 38/2011 de 10 de octubre de 2011.

En esta línea, Lemmon et al. (2009) y Fischer y Wahrenburgh (2012) elaboran un índice para medir el tipo de fracaso a través de una combinación de rentabilidad y endeudamiento. Basándonos en los citados estudios, el presente trabajo tiene por objeto analizar la relación existente entre la causa del fracaso (viabilidad económica y/o financiera) y la resolución del mismo. Para ello se elabora el denominado Índice del tipo de fracaso, de forma análoga a la utilizada en dichos trabajos. El estudio se realiza sobre una muestra de 473 empresas no financieras domiciliadas en Canarias que han entrado en concurso entre los años 2004 y 2011 con información disponible en la base de datos SABI, de las cuales 164 han resuelto el concurso hasta finales del año 2013. Los resultados permiten afirmar que cuando la causa de la entrada en concurso es fundamentalmente de tipo económico se reduce la probabilidad de reorganización, de acuerdo con la menor viabilidad futura de la empresa. La principal contribución del estudio se centra en ser el primero en analizar las causas del fracaso de las empresas concursadas en Canarias y sobretodo en relacionar dichas causas con la resolución del mismo.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en el siguiente apartado se aborda la resolución del

concurso en la legislación española. En la tercera sección se plantean los argumentos teóricos que relacionan las causas con la salida del fracaso y se enuncian las hipótesis. Los aspectos metodológicos así como los resultados del estudio empírico se exponen en los apartados cuarto y quinto. En el sexto y último se presentan las conclusiones obtenidas.

II. LA RESOLUCIÓN DEL CONCURSO EN LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA

La resolución del concurso hace referencia a aquella fase del procedimiento concursal en la que se decide si la empresa continúa con su actividad bajo la aprobación de un convenio o se procede a su liquidación. En concreto, en el caso español, constituye el final de la denominada fase común del procedimiento y el comienzo de la fase sucesiva. Según la exposición de motivos de la Ley concursal española, el convenio es la solución normal del concurso, por lo que la ley lo fomenta con una serie de medidas, orientadas a alcanzar la satisfacción de los acreedores a través de un acuerdo. Ello no es obstáculo para que la legislación también tenga en cuenta otros grupos de interés presentes en las empresas, y en este sentido, el preámbulo de la Ley dice textualmente: "*Aunque el objeto del*

concurso no sea el saneamiento de empresas, un convenio de continuación puede ser instrumento para salvar las empresas que se consideren total o parcialmente viables, en beneficio no sólo de los acreedores, sino del propio concursado, de los trabajadores y de otros intereses.....”(VI, párrafo 7º).

Entre las medidas para facilitar esta solución del concurso destaca la admisión de la propuesta anticipada de convenio que el deudor puede presentar con la propia solicitud de concurso voluntario o, incluso, cuando se trate de concurso necesario². Si no se aprueba una propuesta anticipada y el concursado no opta por la liquidación de su patrimonio, se abre la fase convenio. La Ley es flexible en cuanto al contenido de las propuestas de convenio. Así, el artículo 100 establece que podrá consistir en proposiciones de quita o de espera, o acumular ambas; pero las primeras no podrán exceder de la mitad del importe de cada crédito ordinario, ni las segundas de cinco años a partir de la aprobación del convenio. Además, se admiten proposiciones alternativas, como las ofertas de conversión del crédito en acciones, participaciones o

cuotas sociales, o en créditos participativos.

Además, el convenio necesita aprobación judicial. La ley regula la oposición a la aprobación, las personas legitimadas y los motivos de oposición, así como los de rechazo de oficio por el juez del convenio aceptado. La aprobación del convenio no produce la conclusión del concurso, que sólo se alcanza con el cumplimiento de aquel. De hecho, puede producirse la liquidación por incumplimiento del convenio.

La otra posible vía de resolución del concurso es la liquidación de la empresa. Ésta se puede producir a petición del deudor, bien en el momento de solicitar el concurso, o bien durante la vigencia del convenio, si le es imposible cumplir con los pagos comprometidos (art. 142). Así mismo, la liquidación puede ser solicitada por los acreedores. Es de destacar que las facultades de administración y posesión del patrimonio quedan suspendidas durante la fase de liquidación y además en el caso de personas jurídicas, la resolución judicial que

² Hasta la expiración del plazo de comunicación de créditos, siempre que vaya acompañada de adhesiones de acreedores en el porcentaje que la ley establece. La regulación de esta propuesta anticipada permite, incluso, la aprobación judicial del convenio durante la fase común del concurso, con una notoria economía de tiempo y de gastos respecto de los actuales procedimientos concursales.

inicia la fase de liquidación conlleva la disolución de la empresa y el cese de los administradores que serán sustituidos por la administración concursal (art. 145). El procedimiento de liquidación tiene como objetivo agrupar los activos de la empresa, determinar las deudas pendientes de pago, y satisfacer las mismas en la forma y orden prescrito en la Ley. La liquidación puede dar lugar a una venta individualizada de los activos o como un conjunto, en cuyo caso pueden retener las sinergias generadas por la empresa.

Uno de los aspectos que incide en la resolución del proceso es el relativo a la asignación de los derechos de control de la empresa en situación de insolvencia. Así, en los sistemas orientados al acreedor (UK, Alemania, Japón), automáticamente sustituyen a los directivos de las empresas por un equipo que será el responsable de determinar el resultado final del procedimiento. Por el contrario, en los sistemas orientados al deudor (USA, Canadá) permiten a los actuales directivos mantenerse en el control de las operaciones de la empresa (González y González, 2000). En este sentido, la actual legislación española plantea una doble posibilidad: en el caso de que sea el deudor el que presente el concurso (voluntario), se permite mantener al equipo directivo en el

control, mientras que en el caso de que el concurso sea solicitado por los acreedores (necesario), se sustituye el equipo directivo por una administración concursal. En este sentido, la premura por la transferencia del control empresarial a los acreedores aumenta la probabilidad de que se liquiden empresas viables, mientras que el retraso en la transferencia del control permite a los directivos adoptar decisiones subóptimas (Myers, 1977; González y González, 2000).

III. CAUSAS DEL FRACASO Y RESOLUCIÓN DEL CONCURSO. ARGUMENTOS TEÓRICOS

En el caso de que no existan asimetrías informativas, una vez que la empresa se declara insolvente debería ser liquidada si no es viable o debiera ser reestructurada si es viable. En un escenario de información completa, no habría problema para alcanzar estos resultados, ya que los acreedores optarían por la liquidación de empresas no viables, mientras que estarían dispuestos a realizar las quitas necesarias a las empresas viables. Sin embargo, si existen problemas de asimetría informativa, se presentan dos tipos de errores: se permite la continuidad de empresas no viables que deberían ser liquidadas (error Tipo I), o se liquidan empresas

viables que deberían continuar (error Tipo II). En este sentido, una de las principales tareas de los jueces y administradores concursales en el procedimiento de fracaso es determinar si el valor de la empresa como entidad en funcionamiento (ya sea bajo la misma o nueva dirección), es mayor o menor que cuando se procede a la separación y venta de sus activos.

Algunos autores (Lemmon et al., 2009; Fischer y Wahrenburg, 2012) han asociado la viabilidad de la empresa, y por ende la salida del fracaso, con las causas del mismo. Concretamente, han tratado de identificar si el fracaso tiene su origen en problemas estrictamente financieros (fracaso financiero) o bien está relacionado con los resultados operativos (fracaso económico) (Hotchkiss, 1995; Andrade y Kaplan, 1998; Denis y Rogers, 2007; Lemmon et al., 2009; Balcaen et al. 2011; Fischer y Wahrenburgh, 2012).

Las empresas que se enfrentan al fracaso financiero son viables económicamente, pero presentan un elevado endeudamiento y tienen dificultades para pagar sus deudas. Las empresas que se enfrentan al fracaso económico también tienen dificultades para pagar sus deudas, pero se caracterizan por un muy bajo o negativo resultado operativo, por lo

que su continuidad es dudosa, incluso en ausencia de endeudamiento (Lemmon et al., 2009). Lemmon et al. (2009) y Fischer y Wahrenburgh (2012) concluyen que cuando la causa es de tipo financiero las empresas tienen una mayor probabilidad de reorganizarse llegando a un acuerdo con sus acreedores para pagar sus deudas ya que tienen buenas expectativas de resultados, lo cual les permite afrontar dichos pagos. Sin embargo, cuando el fracaso es debido a malos resultados operativos, es más probable que las empresas se liquiden. Por otro lado, el endeudamiento puede considerarse como una proxy de la complejidad de la estructura financiera, por lo que los acreedores pueden evaluar si las empresas muy endeudadas pueden ser reorganizadas (Dewaelheyns y Van Hulle, 2009).

De acuerdo con Lemmon et al. (2009), la combinación de rentabilidad operativa y endeudamiento proporciona una diferenciación más adecuada entre fracaso económico y financiero que dichas variables utilizadas individualmente. Según estos autores, las empresas que se enfrentan principalmente al fracaso económico se caracterizan por una combinación de relativamente bajo endeudamiento y relativamente baja rentabilidad económica previa al fracaso. Las

empresas que se enfrentan al fracaso financiero se caracterizan por una combinación de elevado endeudamiento y una rentabilidad económica relativamente elevada. Los resultados obtenidos por estos autores, a partir de su índice combinado de rentabilidad y endeudamiento, les permiten afirmar que las empresas con mayor fracaso económico tienen mayor probabilidad de ser liquidadas. Así mismo, Fischer y Wahrenburg (2012) también obtienen que el índice de fracaso es la variable principal que explica la resolución, concretamente, encuentran que un mayor valor del índice (que representa fracaso financiero), aumenta la probabilidad de que las empresas sean reorganizadas. Por último, en relación con la eficiencia de la legislación, Lemmon et al., 2009 concluyen que sus resultados no apoyan la visión de que el Chapter 11 permita a las empresas no rentables e ineficientes resolver el fracaso sin realizar cambios importantes en sus activos. En la misma línea, Fischer y Wahrenburg (2012) afirman que el Chapter 11 genera suficiente información para una resolución óptima separando las empresas eficientes de las ineficientes.

Por tanto, en base a los argumentos previos, en el presente estudio se predice que si el fracaso es

de tipo económico se reduce la viabilidad futura de las empresas y por tanto la probabilidad de reorganización, mientras que si el fracaso es exclusivamente financiero, dicha probabilidad es mayor. Así mismo, es de esperar que si el fracaso de la empresa viene motivado tanto por causas económicas como financieras, la probabilidad de una reorganización se reduce. En síntesis, se predice que, si el sistema es eficiente, las empresas con una menor viabilidad tienen una menor probabilidad de ser reorganizadas.

IV. MUESTRA Y VARIABLES

La investigación precedente acerca del fracaso se ha centrado en identificar las características de las empresas que presentan una mayor probabilidad de fracaso. La mayoría de los estudios consideran la solicitud del procedimiento legal de fracaso (concurso, en el caso español), como dato objetivo que determina la entrada en el proceso. Así, se han desarrollado numerosos modelos (e.g., Altman, 1968; Ohlson, 1980; Zmijewski, 1984), los cuales han demostrado la utilidad de la información contable para predecir el fracaso. Sin embargo, los estudios que analizan la salida o resolución del fracaso son escasos quizá porque, como afirman Barniv et al. (2002), predecir la resolución del fracaso es

más complejo que distinguir entre empresas sanas e insolventes, pues todas se encuentran en dificultades financieras. White (1984), Campbell (1996), Bryan et al. (2002, 2010) y Jacobs et al. (2012), entre otros, extienden los citados estudios analizando si la información contable que predice el fracaso se asocia con la salida del mismo. En esta línea, algunos autores (Lemmon et al., 2009; Fischer y Wahrenburg, 2012) han tratado de analizar si la salida del fracaso se relaciona con las causas del mismo, para lo cual se basan en la información contable correspondiente al año previo a la entrada en el procedimiento legal de fracaso. En el presente estudio, siguiendo a dichos autores, se elabora un índice que aproxima el tipo de fracaso (económico o financiero) con objeto de analizar su incidencia en la resolución del mismo.

A) Muestra

La selección de la muestra parte de los concursos publicados en el Boletín Oficial del Estado, obtenidos a través de la webconcurasal³, la cual contiene la denominación social, CIF, provincia y registro mercantil en el que se ha presentado el concurso, además de información relativa a las distintas fases del procedimiento. La muestra inicial está formada por las empresas canarias que han presentado concurso de acreedores entre 2004 y 2011. Además, debido a la necesidad de contar con información financiera disponible en la base de datos SABI, la muestra se reduce a las sociedades (anónimas y limitadas) y asciende a 473 empresas. Además, en los estudios sobre resolución del fracaso es habitual requerir que las cuentas correspondan al año previo al concurso⁴, lo que reduce la muestra a 363 empresas. Para determinar la situación concursal de estas empresas se ha realizado una búsqueda individualizada en el registro público de resoluciones concursales del Ministerio de Justicia⁵. Este registro facilita información sobre

³ www.webconcurasal.com

⁴ Concretamente, se han considerado las cuentas correspondientes a los dos años anteriores a la fecha de concurso cuando el concurso se presenta en el primer semestre del año y las cuentas del año anterior para los concursos presentados en el segundo semestre del año. Ello da lugar a una distancia máxima entre las cuentas y la fecha de concurso de un año y medio, en la línea de Leyman *et al.* (2011).

⁵ <https://www.publicidadconcurasal.es/>. En su defecto se ha utilizado la webconcurasal.

el histórico de las resoluciones con indicación del auto así como de la fecha precisa de las resoluciones. De las 363 empresas, 164 han pasado a la fase sucesiva⁶. A su vez, un 30% de estas han iniciado la fase de convenio con los acreedores para aplazar el pago de sus deudas y un 70% de las empresas han iniciado la fase de liquidación.

B) Variables

Las variables de interés del estudio se refieren por un lado a la resolución del concurso y por otro a las causas del fracaso distinguiendo entre fracaso económico y fracaso financiero. Además, se han considerado una serie de variables de control obtenidas de la evidencia empírica previa, en particular el tamaño, la liquidez, el año en el que presenta el concurso, la duración del procedimiento, el sector a que pertenece la empresa y la situación económica en el año en el que se resuelve el proceso.

Variable dependiente:
Resolución (Reorganización *versus* Liquidación). El criterio considerado en el presente estudio para distinguir

entre las empresas que han resuelto el concurso es que hayan superado la fase común⁷, de tal forma que ya se conoce si se ha iniciado la fase de liquidación o de convenio. Para ello se crea una variable dummie que adopta el valor 1 en caso de convenio y 0 en caso de liquidación.

Variables explicativas. Las variables explicativas tratan de aproximar la causa del fracaso para lo cual se utilizan dos tipos de medidas: individual y combinada. Como medidas individuales se consideran la rentabilidad económica y el endeudamiento. Como medida combinada se crea un índice que aproxima el tipo de fracaso (Lemmon et al., 2009; y Fischer y Wahrenburg, 2012). Por otro lado, algunos estudios consideran las variables ajustadas por la mediana del sector y año. Concretamente, Lemmon et al. (2009) consideran solamente la rentabilidad ajustada mientras que Fischer y Wahrenburgh (2012) ajustan tanto la rentabilidad como el endeudamiento. Ello requiere contar con un mínimo de 5 observaciones por sector y año. Por ello, en el presente estudio, ante la imposibilidad de aplicar estos ajustes de firma homogénea en todos los

⁶ En muy pocos casos de ha producido la conclusión del concurso y además en algunos casos se ha observado que las empresas han iniciado la liquidación después de haberse aprobado un convenio, por incumplimiento del mismo. A pesar de ello, entendemos que el criterio seguido permite un tratamiento homogéneo de los distintos casos (Tucker y Moore, 2000).

⁷ Este criterio es seguido por Van Hemmen en el anuario de estadística concursal publicado desde 2007 por el Colegio de Registradores.

años, se ha optado por mantener los valores de las variables sin ajustar.

Fracaso económico ROA<0.

Con objeto de aislar la gestión económica de los aspectos financieros, los estudios suelen considerar la rentabilidad económica (ROA) (e.g., White, 1984; Bryan *et al.*, 2002, 2010) aproximada por el ratio EBITDA/AT. Como proxy de fracaso económico, en el presente estudio se crea una variable dummie que adopta el valor 1 si la ROA es negativa y 0 en caso contrario. Este planteamiento es utilizado por Naujoks (2012)⁸. De acuerdo con las predicciones teóricas, se espera una relación negativa entre fracaso económico y probabilidad de reorganización.

Fracaso financiero LEV>1. El endeudamiento (LEV) se aproxima por cociente entre la deuda total y el activo total (Denis y Rodgers, 2007; Lemmon *et al.*, 2009; Leyman *et al.*, 2011; Fischer y Wahrenburg, 2012). De acuerdo con Lemmon *et al.* (2009), una vez que la empresa entra en concurso, todas las deudas son exigibles por lo que es conveniente utilizar la deuda total en lugar de la deuda a corto plazo. Como proxy individual de fracaso financiero se crea una variable dummie que adopta

el valor 1 si el ratio de endeudamiento es superior a la unidad y 0 en caso contrario (Naujoks, 2012). El valor 1 de esta variable indica un excesivo nivel de endeudamiento y revela la existencia de recursos propios negativos. Se espera que las empresas fracasadas con un elevado nivel de endeudamiento sufran un mayor grado de fracaso financiero, como opuesto al económico. Por tanto, de acuerdo con los argumentos expuestos, se espera una relación positiva entre fracaso financiero y probabilidad de reorganización.

Índice de fracaso. De acuerdo con Lemmon *et al.* (2009), las empresas que se enfrentan principalmente al fracaso económico se caracterizan por una combinación de relativamente bajo endeudamiento y relativamente baja rentabilidad económica previa al fracaso. Las empresas que se enfrentan al fracaso financiero se caracterizan por una combinación de elevado endeudamiento y una rentabilidad económica relativamente elevada. En el presente estudio, se ha optado por codificar las variables siguiendo un criterio de menor a mayor graduación. En este sentido se parte de que si la causa es exclusivamente financiera (la empresa tiene una rentabilidad positiva), la empresa presenta mayor

⁸ Este autor utiliza como proxy del resultado operativo el ratio EBITDA/Ventas ajustado por la mediana del sector.

viabilidad, mientras que si la causa es exclusivamente económica, la viabilidad se reduce. Si la causa es doble, económica y financiera, la viabilidad se reduce aún más. De ahí que se propone codificar las variables

de tal forma que un mayor valor del índice represente una menor viabilidad. Para ello se procede en primer lugar a codificar las variables de la siguiente forma:

Si $ROA > 0$ dummie $ROA = 0$; Si $ROA < 0$ dummie $ROA = 3$

Si $LEV < 1$ dummie $LEV = 1$; Si $LEV > 1$ dummie $LEV = 2$

A continuación se crea un índice, de tal forma que:

- Fracaso financiero leve	$ROA > 0$ y $LEV < 1$ $0 + 1 = 1$
- Fracaso financiero grave	$ROA > 0$ y $LEV > 1$ $0 + 2 = 2$
- Fracaso económico	$ROA < 0$ y $LEV < 1$ $3 + 1 = 4$
- Fracaso económico-financiero	$ROA < 0$ y $LEV > 1$ $3 + 2 = 5$

El índice oscila entre 1 y 5, siendo 1 el fracaso financiero leve, 2 el fracaso financiero grave, 4 el fracaso económico y 5 el económico-financiero. Algunos autores (e.g., Naujoks, 2012) consideran que si las empresas presentan una rentabilidad operativa relativamente baja, ya se califica como fracaso económico, independientemente del nivel de endeudamiento. Si se ha producido tanto una deficiente gestión económica como financiera, en el presente estudio se entiende que debe considerarse que el fracaso tiene doble causa. Lo que parece claro es que el fracaso estrictamente debido a causas financieras se produce en el caso de que las empresas entren en concurso a pesar de haber tenido relativamente buenos resultados

económicos, siendo el elevado nivel de endeudamiento lo que provoca la situación de insolvencia. Dada la configuración del índice propuesto, es de esperar una relación negativa entre el índice y la probabilidad de reorganización.

Es de señalar que el índice de fracaso propuesto, si bien se basa en el de Lemmon et al. (2009), difiere en su construcción e interpretación. Concretamente, el índice planteado por dichos autores se interpreta en sentido contrario, de tal forma que un menor valor del índice representa fracaso económico. Además, el índice que proponen estos autores sitúa los casos de fracaso mixto en una situación intermedia del índice mientras que en el presente estudio

se ha considerado que este tipo de causas acentúa la complejidad del fracaso y reduce la viabilidad de la empresa.

Variables de control. Aunque existen resultados mixtos, los estudios relativos a la resolución del fracaso han encontrado que las empresas que son capaces de salir del fracaso mediante una reorganización son más grandes, más solventes, tienen mayor liquidez y mayores perspectivas de beneficios. Además, la mayoría de los estudios considera el entorno económico, tanto sectorial como general. Para ello se incluyen variables representativas del sector de actividad, así como un indicador de la situación económica.

Tamaño. White (1984) argumenta que el tamaño de la empresa aumenta la probabilidad de que sobreviva al fracaso debido a que sus activos son más específicos lo cual reduce la posibilidad de encontrar compradores interesados en los mismos, y sobre todo porque las empresas más grandes suelen estar apoyadas por los gobiernos por razones estratégicas. Por otro lado, el tamaño es considerado en la literatura como una proxy de información asimétrica. De ahí que se espera que las empresas más grandes, con menores asimetrías informativas, tengan mayor probabilidad de

alcanzar un convenio que las de menor dimensión, ya que los acreedores se mostrarán más dispuestos a confiar en la información relativa a la viabilidad de la empresa, de la cual dependerá la probabilidad de cobrar sus créditos. El tamaño es aproximado por el logaritmo del activo (e.g., Sundgren 1998; Bryan, *et al.*, 2002; Barniv *et al.*, 2002; Kim *et al.*, 2008; Ayotte y Morrison, 2009; Jacobs *et al.*, 2012).

Liquidez. La falta de liquidez es uno de los principales determinantes de la entrada de las empresas en el proceso de fracaso. De hecho, la propia Ley Concursal establece como requisito objetivo para la declaración de concurso que la empresa se encuentre en situación de insolvencia actual o inminente, definida como no poder hacer frente a sus pagos. No obstante, el grado de liquidez puede variar de unas empresas a otras, lo cual puede condicionar la continuidad de la empresa. La liquidez es aproximada en los estudios sobre resolución de diferentes formas; en el presente estudio se utiliza como proxy de liquidez el ratio activo corriente/pasivo corriente (ej., Kim *et al.*, 2008; Leyman *et al.*, 2011).

Crisis. En el presente estudio, la variable crisis adopta el valor 1 si la resolución del concurso se produce en el año 2008 o posterior y cero si se

produce antes del año 2008. Ello se explica por la presunción de que la capacidad de las empresas de continuar operando se ven reducidas no solo por su situación financiera, sino también por las circunstancias que afectan al ciclo económico, concretamente, en los años caracterizados por la presencia de crisis económica y financiera, la viabilidad de las empresas se ve sensiblemente reducida al producirse un descenso generalizado de la demanda. Entre los estudios que consideran alguna proxy de la situación económica se encuentran Thorburn (2000); Bryan *et al.* (2002; 2010); Jacobs *et al.* (2012) y Fischer y Wahrenburg (2012).

Duración. La duración del proceso puede ser importante porque puede afectar al resultado (reorganización o liquidación), así como al valor de los activos de la empresa (Dahiya *et al.*, 2003). Cuanto más tiempo dura el proceso, mayores son los costes. Por tanto, la eficiencia del proceso también se refleja en el tiempo necesario para resolver el fracaso (Hotchkiss *et al.*, 2012). Un sistema eficiente debería ser capaz de identificar las empresas que se liquidan tan pronto como sea posible con objeto de minimizar los costes de reorganización (Dewaelheyns y Van Hulle, 2009). Entre los autores que incluyen la

duración del proceso como variable explicativa de la resolución se encuentran Fischer y Wahrenburg (2012).

Sector. Maksimovic y Phillips (1998) encuentran que los incentivos a la reorganización de empresas dependen en gran medida de las características del sector. La variable sector trata de recoger los aspectos que inciden en la resolución de los concursos por un efecto más relacionado con la actividad que con la propia empresa. Entre los estudios sobre resolución del fracaso que consideran el sector se encuentran Campbell (1996), Sundgren (1998), Ravid y Sundgren (1998), Bryan *et al.* (2002) y Bergstrom *et al.* (2002). En este estudio se han considerado ocho variables dummies que representan a los sectores de Agricultura y Pesca, Industria y Energía, Construcción, Inmobiliarias, Transportes, Hoteles, Comercio y Otros servicios.

Año de concurso. Las circunstancias macroeconómicas que pueden afectar al hecho de que una empresa entre en concurso se recogen a través de ocho variables dummies representativas de cada uno de los años considerados en el estudio, 2004 a 2011.

V. CAUSAS DEL FRACASO Y RESOLUCIÓN DEL CONCURSO EN CANARIAS

A) Análisis descriptivo

En la tabla 1 se presentan las características de las empresas que integran la muestra, distinguiendo en función del tipo de resolución: reorganización y liquidación. Como

puede observarse, de las 164 empresas que han alcanzado la fase sucesiva, el 30% ha logrado un acuerdo de restructuración con sus acreedores, mientras que el 70% ha entrado en liquidación.

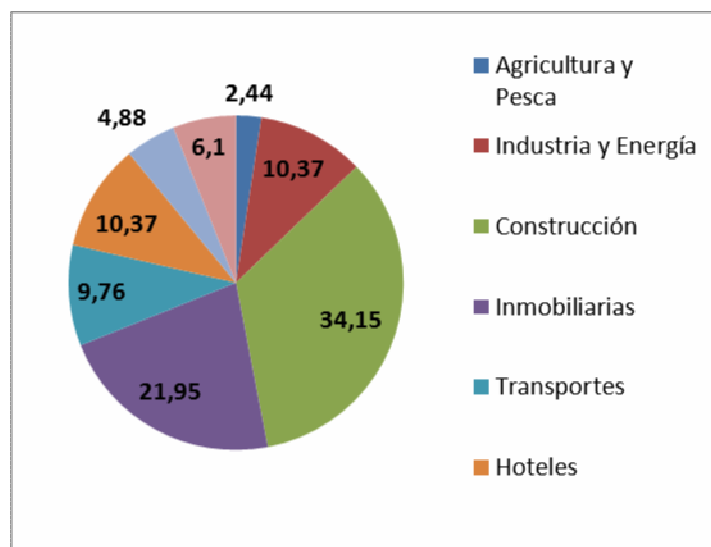
Tabla 1. Características de las empresas
Muestra: 164 empresas canarias concursadas 2004-2011

	Muestra total	Reorganización	Liquidación
ROA	-10.52	-7.33	-11,92
LEV	1.11	1,08	1,12
Liquidez	1.69	1.47	1.78
Tamaño	7.61	7.47	7.67
Crisis	0.95	0.92	0.96
Duración	2.37	2.33	2.39
Nº empresas	164	50 (30%)	114 (70%)

Variables: ROA: EBITDA/activo total; LEV: deuda total/activo total; Liquidez: activo corriente/pasivo corriente; Tamaño: logaritmo del activo total; Edad: nº de años en la fecha de concurso; Crisis: dummie =1 si la resolución del concurso se produce en el año 2008 o posterior; Duración: tiempo en años que transcurre entre la fecha de entrada en concurso y la fecha de resolución.

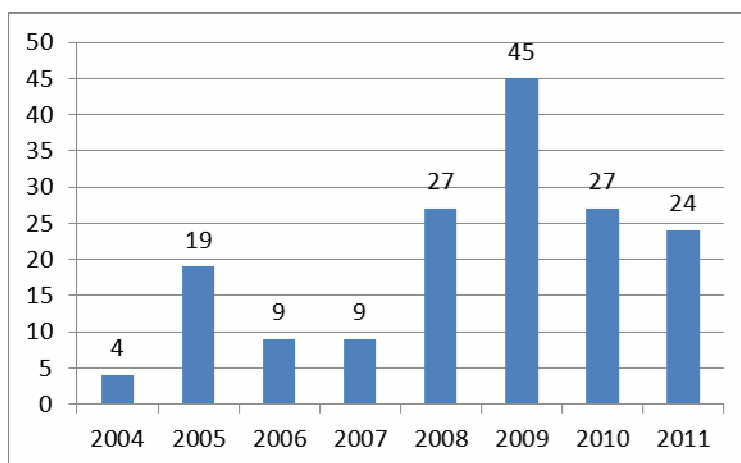
Como puede observarse en la tabla 1, las empresas que se reorganizan se diferencian fundamentalmente de las empresas que se liquidan en que tienen, en términos medios, una mejor rentabilidad económica, ya que el nivel de endeudamiento es solo ligeramente inferior. Sin embargo, paradójicamente, las empresas que se liquidan parecen tener mejor liquidez, y mayor tamaño, en términos medios. El tiempo medio de resolución de los concursos es de 2.37 años, siendo ligeramente inferior en el caso de las

empresas que logran un acuerdo con sus acreedores. En cuanto a la fecha de resolución, también se observa que el porcentaje de concurso que terminan en liquidación es ligeramente superior cuando se resuelven en los años de crisis (2008 o posterior). La distribución sectorial de las empresas se muestra en el gráfico 1, el cual revela un predominio de las empresas constructoras e inmobiliarias, seguido a distancia por los sectores de Hoteles, e Industria y Energía.

Gráfico 1. Distribución sectorial de la muestra de empresas concursadas

En el gráfico 2 se presenta la evolución anual del número de concursos que integran la muestra

objeto de estudio. En dicho gráfico queda patente la incidencia de la crisis en el aumento del número de concursos a partir del año 2008.

Gráfico 2. Evolución anual del número de sociedades canarias concursadas (muestra)

La tabla 2 presenta los datos relativos a las causas del fracaso, aproximadas tanto por las variables de forma individual como combinada en el índice de fracaso. En cuanto a

las variables individuales, se observa que de las 93 empresas que se han clasificado como fracaso económico por presentar una ROA negativa en el año previo al concurso, un 25% se

reorganizan y un 75% se liquidan. Estos resultados ofrecen apoyo a los planteamientos que predicen que las empresas con fracaso económico no son viables por lo que deben ser liquidadas. En la tabla 2 también se puede observar que 95 empresas presentan un nivel de endeudamiento superior a la unidad, lo cual revela la existencia de recursos propios negativos. De estas, un 79% son liquidadas mientras que solo un 21% se reorganizan. Estos resultados no

apoyan los argumentos relativos a una mayor probabilidad de reorganización de las empresas con fracaso financiero. No obstante, así como el fracaso económico aproximado exclusivamente por la ROA es suficiente, en el caso del endeudamiento es aconsejable considerar también la ROA. Ello podría explicar esta aparente paradoja. De ahí que sea conveniente la utilización conjunta de ambas variables, a través del índice de fracaso.

Tabla 2. Causas del concurso de las empresas canarias

Variable	Definición	N° empresas (% sobre total)			
		Total	Reorganizan	Liquidan	T-Test
F Económico	Dummy=1 si ROA<0	93	23 (25%)	70 (75%)	1.84*
F Financiero	Dummy=1 si LEV>1	95	20 (21%)	75 (79%)	-0.70
Índice de Fracaso	Media	3.06	2.78	3.18	1.40*
	=1 Fracaso financiero leve	57	22 (39%)	35 (62%)	
	=2 Fracaso financiero grave	14	5 (36%)	9 (64%)	
	=4 Fracaso económico	48	8 (17%)	40 (83%)	
	=5 Fracaso eco-financiero	45	15 (33%)	30 (67%)	
N° de empresas		164	50 (30%)	114 (70%)	

* Significativo al 10%

Como puede observarse en la tabla 2, el valor medio del índice de fracaso se sitúa en 3.06, siendo inferior en las empresas que se reorganizan al valor medio del índice de las empresas que se liquidan. Ello indica que, de acuerdo con los planteamientos teóricos, un mayor valor del índice representa una menor viabilidad de la empresa lo cual explica que estas empresas se liquiden. Distinguiendo

por tipo de fracaso, se observa que un 83% de las empresas clasificadas en el grupo de fracaso económico y un 67% de las clasificadas como fracaso económico-financiero, son liquidadas. Conjuntamente, un 75% de las empresas cuya causa de fracaso es económica, acaban en liquidación, lo cual ofrece apoyo a los argumentos teóricos.

Así mismo, entre las empresas con fracaso financiero, los porcentajes de empresas que se reorganizan se sitúan por encima del 25% que es el porcentaje medio de la muestra global. Por tanto, se puede afirmar, que, al menos a nivel descriptivo, los resultados ofrecen apoyo a los argumentos relativos a una mayor probabilidad de reorganización de las empresas que presentan fracaso financiero y una mayor probabilidad de liquidación a las empresas con fracaso económico. No obstante, estos resultados deben ser corroborados considerando otras variables que

pueden explicar la resolución del concurso, por lo que a continuación se aborda el análisis multivariante.

Por último, y previo al análisis multivariante, se presenta en la tabla 3 la matriz de correlaciones entre las variables consideradas en el estudio (a excepción de las dummies sector y año de concurso). Como puede observarse, solo existen elevadas entre el índice de fracaso y las variables que lo componen, fracaso económico y financiero, las cuales se introducen de forma separada en los modelos.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

Muestra: 164 empresas canarias concursadas

	Media	DT	1	2	3	4	5	6	7
1. Resolución	0.30	0.46	1						
2.FEconómico	0.59	0.49	-0.14*	1					
3.FFinanciero	0.72	0.96	0.05	0.29**	1				
4.IndFracaso	3.06	1.69	-0.11	0.96***	0.54***	1			
5.Liquidez	1.69	3.00	-0.04	-0.09	-0.08	-0.10	1		
6.Tamaño	7.61	1.46	-0.06	-0.13*	-0.37***	-0.22**	0.17**	1	
7.Crisis	0.95	0.21	-0.09	0.08	0.05	0.05	-0.01	0.12	1
8.Duración	2.37	1.14	-0.02	0.00	0.02	0.02	-0.17**	0.08	0.16**

Variables: Ver descripción de variables en tabla 1.

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

B) Análisis econométrico

La contrastación empírica de las hipótesis planteadas se realiza mediante la utilización de un modelo Probit, en el que la variable

dependiente en una dicotómica denominada *Resolución*. Los resultados de las estimaciones se presentan en la tabla 4. El modelo 1 incluye las dos variables individuales que aproximan el fracaso económico,

(dummie $ROA < 0$) y financiero (dummie $LEV > 1$). Como puede observarse, solo el fracaso económico resulta significativo, mientras que el fracaso financiero no alcanza el nivel de significación estadística requerido. Por tanto, se puede afirmar que, ceteris paribus, las empresas con una rentabilidad económica negativa previa al fracaso son menos viables y por consiguiente sus probabilidades de alcanzar un convenio con los acreedores para seguir en funcionamiento, se ven reducidas. La ausencia de significación de la variable representativa del fracaso financiero se puede explicar por el hecho de que, como se comentó en el análisis descriptivo, existe escasa diferencia en el nivel de endeudamiento en las empresas en ambos colectivos, y además esta diferencia no es estadísticamente diferente. En cuanto a las variables de control, se observa que el tiempo de resolución o duración del fracaso es negativo y que, paradójicamente, el hecho de que el fracaso se resuelva en tiempos de crisis aumenta la probabilidad de reorganización. La

liquidez y el tamaño de la empresa no parecen afectar a la probabilidad de reorganización.

En el modelo 2 se incluye el índice de fracaso, el cual resulta negativo y significativo, lo cual indica que un mayor valor del índice reduce la probabilidad de reorganización. Ello es coherente con la configuración del mismo, ya que, como se indicó anteriormente, los valores elevados del índice se asocian al fracaso económico, así como a una mayor complejidad (fracaso económico-financiero). Ello indica que las causas financieras son relevantes solo cuando la rentabilidad económica es negativa. Por tanto, se puede afirmar que los resultados ofrecen apoyo a la hipótesis H1 según la cual el fracaso económico reduce la probabilidad de reorganización. Además, se puede afirmar también que cuando el fracaso es mixto (causa económica y financiera), se reduce aún más la probabilidad de reorganización. Los resultados relativos a las variables de control son similares a los obtenidos en el modelo 1.

Tabla 4. Causas del fracaso y resolución
Variable dependiente: Resolución (reorganización=1, liquidación=0)

Modelos	Modelo 1		Modelo 2	
	β	z	β	z
F Económico (ROA)	-0.5498	-2.40**		
F Financiero (LEV)	0.0455	0.35		
Indice Fracaso			-0.1439	-2.02**
Liquidez	-0.0227	-0.63	-0.0257	-0.67
Tamaño	0.0145	0.16	-0.0064	-0.07
Duración	-0.2886	-2.23**	-0.2904	-2.24**
Crisis	1.1760	1.75*	1.1731	1.77*
Sector	Si		Si	
Año concurso	Si		Si	
Constante	0.6442	0.50	0.9003	0.72
Nº observ.	164		164	
R ²	14.54		14.14	

Ver descripción de variables en tabla 1.

*, **, *** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Estimaciones realizadas con STATA.11

Análisis de robustez

Con objeto de analizar la sensibilidad de los resultados obtenidos, se presentan dos análisis de robustez. En primer lugar, cabe plantearse si los resultados pueden estar sesgados por la distancia temporal entre al inicio del concurso y la fecha de resolución. En este sentido, siguiendo a Casey *et al.* (1986), se ha limitado dicho período con objeto de evitar que la distancia entre la fecha de las cuentas y la de la resolución reduzca el contenido informativo de la información contable. Concretamente, se han reestimado los modelos eliminando

las empresas con una distancia entre el inicio del concurso y la fecha de resolución del mismo superior a 3 años, lo que reduce la muestra a 124 empresas. Los resultados mostrados en la tabla 5 (modelos 3 y 4) son similares a los obtenidos en los modelos 1 y 2. Por otro lado, siguiendo también a Casey *et al.* (1986), se ha procedido a eliminar aquellas empresas que han entrado en liquidación después de haber obtenido un convenio, lo cual ocurre en 11 empresas. Los resultados de los modelos 5 y 6 (ver tabla 5) también son similares a los iniciales. Por tanto, se puede afirmar que los resultados son robustos.

Tabla 5. Causas del fracaso y resolución. Robustez
Variable dependiente: Resolución (reorganización=1, liquidación=0)

Modelos	Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6	
	β	z	β	z	β	z	β	z
F Económico (ROA)	-0.5877	-2.14**			-0.6342	-2.49**		
F Financiero (LEV)	0.0541	0.35			0.0667	0.47		
Índice Fracaso			-0.1551	-1.93*			-0.1676	-2.01**
Liquidez	-0.0135	-0.37	-0.0153	-0.40	0.0010	0.03	-0.0039	-0.10
Tamaño	0.0565	0.47	0.0327	0.28	0.1017	1.11	0.0778	0.88
Crisis	1.6263	1.94*	1.5942	1.94*	0.9010	1.29	0.9267	1.35
Duración	-0.0962	-0.46	-0.0938	-0.45	-0.2630	-1.81*	-0.2602	-1.80*
Sector	Si		Si		Si		Si	
Año concurso	Si		Si		Si		Si	
Constante	5.5204	4.03***	5.2807	3.74***	0.0479	0.04	0.3108	0.25
Nº observ.	124		124		153		153	
R ²	18.23		17.79		15.66		15.04	

Ver descripción de variables en tabla 1.

*, **, *** : significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. Estimaciones realizadas con STATA.11

VI. CONCLUSIONES

En el presente estudio se ha analizado la resolución del concurso en las empresas canarias, con especial referencia a las causas por las cuales las empresas han entrado en el proceso concursal. Diversos autores han relacionado las causas del concurso con la eficiencia de la legislación bajo la premisa de que en un sistema eficiente, las empresas viables se deben reorganizar y continuar funcionando mientras que las no viables deben ser liquidadas. En este contexto, el trabajo trata de determinar si las causas de índole

económica y/o financiera contribuyen a explicar la salida o resolución de los concursos, para lo cual se utilizan medidas individuales que aproximan cada uno de los tipos de fracaso (económico y financiero), así como un índice de fracaso. De acuerdo con los argumentos expuestos, se predice que las empresas que han entrado en concurso por causas eminentemente económicas tienen menos probabilidades de ser reorganizadas, mientras que las que acusan fundamentalmente problemas financieros tendrían más facilidades para resolver sus problemas llegando a un acuerdo con sus acreedores.

Además, si el fracaso tiene una doble causa –económica y financiera–, se reduce aún más la probabilidad de reorganización.

El estudio empírico se ha realizado sobre una muestra de 164 empresas (sociedades anónimas y limitadas) canarias que han entrado en concurso entre 2004 y 2011 y cuyos concursos se han resuelto hasta finales de 2013, de las que se dispone información en la base de datos SABI en el año previo al concurso. De estas empresas, un 30% ha obtenido un convenio con sus acreedores mientras que el 70% ha entrado en liquidación. Por otro lado, las empresas pertenecen mayoritariamente a los sectores de construcción e inmobiliarias y los concursos se han presentado sobre todo en los años de crisis. Los resultados obtenidos permiten afirmar que las empresas que han entrado en concurso motivado por causas eminentemente económicas (rentabilidad económica negativa), son menos viables por lo que presentan menor probabilidad de reorganización.

Con respecto al índice de fracaso, es de señalar que si bien parte de la idea de Lemmon et al (2009), difiere en su construcción e interpretación. Concretamente, el índice propuesto por dichos autores se interpreta en sentido contrario, de

tal forma que un menor valor del índice representa fracaso económico. Ello debe tenerse en cuenta al comparar los resultados. Además, el índice que proponen estos autores sitúa los casos de fracaso mixto en una situación intermedia del índice mientras que en el presente estudio se ha considerado que este tipo de causas acentúa la complejidad del fracaso y reduce la viabilidad de la empresa. Por ello, los resultados obtenidos en el presente estudio coinciden con los obtenidos en estudios previos (Lemmon et al, 2009; Fischer y Wahrenburg, 2012) en la medida en que se concluye que el fracaso económico reduce la probabilidad que la empresa continúe en funcionamiento. No obstante, en este estudio los resultados permiten ampliar el espectro de la tipología de causas, lo cual representa una aportación del mismo.

Por otro lado, desde el punto de vista legal, se entiende que un sistema es más eficiente si consigue que las empresas viables se reorganicen y que las no viables sean liquidadas. En este sentido, los escasos estudios realizados sobre la incidencia de las causas del fracaso en la resolución se han referidos a USA, concretamente al Chapter 11 (Lemmon et al., 2009; Fischer y Wahrenburg, 2012). Los resultados obtenidos en dichos estudios, han

permitido concluir a sus autores, en contra de la visión generalizada de la literatura, que el Chapter 11 es eficiente. En este sentido, los resultados obtenidos en el presente estudio también permiten afirmar que la legislación concursal española es eficiente. Sin embargo, existe otro

aspecto de la eficiencia no analizado en el presente estudio, el relativo al importante número de empresas que no han resuelto el concurso, lo que indica un alargamiento excesivo del proceso que apunta a una cierta ineficiencia del sistema.

REFERENCIAS

- Andrade, G. y Kaplan, S.N. (1998).** How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *The Journal of Finance* 53, 1443-1493.
- Altman, E.I. (1968).** Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, Septiembre, 589-809.
- Ayotte, K. y Morrison, E. (2009).** Creditor control and conflict in Chapter 11, *Journal of Legal Analysis* 1, 511-545.
- Balcaen, S., Manigart, S. y Ooghe, H. (2011).** From distress to exit: determinants of the time to exit, *Journal of Evolutionary Economics* 21, 407-446.
- Barniv, R.; A. Agarwal y R. Leach (2002).** Predicting Bankruptcy Resolution, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29: 497-520.
- Bergström, C., Eisenberg, T. y Sundgren, S. (2002).** Secured debt and the likelihood of reorganization, *International Review of Law and Economics* 21, 359-372.
- Bryan, D., Tiras, S. y Wheatley, C. (2002).** The interaction of solvency with liquidity and its association with bankruptcy emergence, *Journal of Business, Finance and Accounting* 29, 935-965.
- Bryan, D., Tiras, S. y Wheatley, C. (2010).** Are Going Concern Opinions Associated with the Reversal of Financial Distress for Bankrupt Firms? Working paper, SSRN 1626165.
- Campbell, S. (1996).** Predicting bankruptcy reorganization for closely held firms, *Accounting Horizons* 10, 12-25.
- Casey C, McGee V., Stickney C. (1986).** Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy. *Account Rev* 61: 249-262.
- Celentani, M., García-Posada M., Gómez F. (2010).** The Spanish business bankruptcy puzzle and the crisis. Working paper, FEDEA.
- Dahiya S., John, K., Puri, M. y Ramírez, G. (2003).** Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 69, 259-280.
- Denis, D. y Rodgers, K. (2007).** Chapter 11: Duration, Outcome, and Post-Reorganization Performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 101-118.

Dewaelheyns, N. y Van Hulle, C. (2009). Filtering speed in a Continental European reorganization procedure, *International Review of Law and Economics*, 29, 375-387.

Fernández, A. (2004). La reforma concursal: ¿un diseño eficiente?, *Universia Business Review*, segundo trimestre: 94-103.

Fischer, M. y Wahrenburgh, M. (2012). The Resolution of Corporate Distress, Inside and Outside of the Courtroom, Working paper.

González-Méndez, V. y F. González-Rodríguez (2000). Procedimientos de resolución de insolvencia financiera en España: Costes de insolvencia y transferencias de riqueza, *Investigaciones Económicas*, XXIV (2), 357-384.

Hotchkiss, Edith S. (1995). Post-bankruptcy Performance and Management Turnover, *The Journal of Finance* 50, 3-21.

Hotchkiss, E., Smith, D. y Strömberg, P. (2012). Private Equity and the Resolution of Financial Distress, Working paper, SSRN 1787446.

Jacobs, M.; Ahmet, Jr.; Karagozoglu, K. y Layish, D.N. (2012). Resolution of Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Processes and Outcomes, *Journal of Portfolio Management* 38 (2), 117-135.

Kim, M.; Kim, M. y McNiel, R. (2008). Predicting survival prospect of corporate restructuring in Korea, *Applied Economics Letters*, 15, 1187-1190.

Lemmon, M., Yung-Yu Ma, y E.Tashjian (2009). *Survival of the Fittest? Financial and Economic Distress and Restructuring Outcomes in Chapter 11.* Working Paper, University of Utah, Lehigh University.

Ley Concursal (2003). Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, Boletín Oficial del Estado 164, de 10 de julio.

Leyman, B., Schoors, K.J.L. y Coussement. P. (2011). Does court-supervised reorganization work? Evidence from post-confirmation firm failure, *International Review of Law and Economics* 31, 149-168.

Maksimovic, V. y Phillips, G. (1998). Asset Efficiency and Reallocation Decisions of Bankrupt Firms, *The Journal of Finance* LIII, 1495-1532.

Myers, Stewart C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

Naujoks, M.B. (2012). Restructuring Strategies and Post-Bankruptcy Performance. Tesis doctoral no publicada, Universidad de Munich.

Ohlson, J. A. (1980). "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", *Journal of Accounting Research, Spring*, 109-131.

Ravid, S. A. y Sundgren, S. (1998). The comparative efficiency of small-firm bankruptcies: A study of the US and Finnish bankruptcy codes, *Financial Management* 27, 28-40.

Registro Público de Resoluciones Concursales, Ministerio de Justicia
<https://www.publicidadconcursal.es/>

SABI, Sistema Análisis de Balances Ibéricos, Base de Datos, Informa.

Sundgren, S. (1998). Does a Reorganization Law Improve the Efficiency of the Insolvency Law? The Finnish Experience, *European Journal of Law and Economics*, 6,177-198.

Thorburn, K.S. (2000). Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival, *Journal of Financial Economics* 58, 337-368.

Tucker, J.W. y Moore, W.T. (2000). Accounts receivable, trade debt and reorganization. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 13, 39-43.

Van Hemmen, E (2001). Resource allocation and Contract in the Spanish Bankruptcy System, *Working paper*, SSRN.

Webconcursal, plataforma online con información sobre el proceso concursal
<http://www.webconcursal.com/>

White, M. (1984). *Bankruptcy liquidation and reorganization: Handbook of modern finance*. Warren, Gorham y Lamont, Boston, MA.

Zmijewski, M. (1984). "Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models". *Journal of Accounting Research* 22 (Supplement): 59-82.