

Fedea Policy Papers - 2021/08

**Interpretación positiva del derecho concursal español y propuestas para
una reforma equilibrada**

Benito Arruñada
(UPF y BGSE)

Versión revisada, septiembre de 2021

fedea

Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las de FEDEA.

Interpretación positiva del derecho concursal español y propuestas para una reforma equilibrada

Benito Arruñada *

Contenido

1. Resumen	2
2. Dificultad del problema concursal y carácter imperfecto de sus soluciones, tanto privadas como públicas	3
3. Hipótesis del idealismo normativo	6
3.1. El estatismo concursal	6
3.2. Indicios empíricos sobre las consecuencias del estatismo concursal	9
4. Hipótesis redistributiva.....	15
4.1. “Buenas prácticas” y mejora aparente tras la reforma de 2003	15
4.2. El sesgo prodeudor de las normas concursales.....	18
4.3. El sesgo hacia la continuidad de la empresa: el concurso como liquidación aplazada.....	21
4.4. Dilución de efectos reales y retroactividad económica en las reformas concursales	27
4.5. El motor político de las excepciones	29
5. Reflexiones finales: Cómo hacer más útil el derecho concursal	31
6. Referencias	33

* Catedrático de Organización de Empresas, Universidad Pompeu Fabra y BSE. El trabajo revisa y amplía la Parte IV de Arruñada (2020c). Deseo agradecer los comentarios y sugerencias recibidos de Nuria Bermejo, Carlos de Cárdenas Smith, Fernando Cerdá Albero, Román Gil Alburquerque, Alberto Ortín, Cándido Paz-Ares Rodríguez, Amedeo Pugliese, Carlos San José, Abel B. Veiga Copo y, muy especialmente, Fernando Azofra Vegas, José María Fernández Seijo, Ángel de la Fuente Moreno, Stefan F. van Hemmen y Javier Rubio Sanz. Obviamente, me corresponde toda la responsabilidad por los posibles errores o juicios de valor que puedan subsistir. Agradezco asimismo el apoyo de la Agencia Estatal de Investigación mediante el proyecto ECO2017-85763-R, la Fundación de Estudios de Economía Aplicada y el Programa Severo Ochoa para Centros de Excelencia en I+D (CEX2019-000915-S).

1. Resumen

En comparación con los ciudadanos de países europeos de similar tamaño, los españoles mostramos unas marcadas preferencias estatistas y contrarias a la competencia, que, como he argumentado en otros trabajos (Arruñada, 2020b y 2020c), favorecen una concepción finalista de las leyes, así como una tendencia a imponer sobre las relaciones contractuales privadas tanto un exceso de reglas imperativas como unas funciones redistributivas que sería preferible desarrollar en el ámbito del derecho público.

El presente trabajo extiende este argumento al derecho concursal, mostrando que sus disfunciones estructurales corresponden a nuestras preferencias ciudadanas, lo que ayuda a explicar tanto la proliferación y el reiterado fracaso de muchas reformas legales como su contenido, caracterizado este último por un excesivo protagonismo judicial y por la presencia de reglas que, ex post y en un intento de favorecer la continuidad empresarial, resultan favorables al deudor. Sin embargo, de hecho, a menudo estas reglas en favor del deudor sólo logran retrasar la liquidación de empresas que, por ser inviabilidades, convendría haber liquidado con mayor celeridad. Como consecuencia, todos los participantes en la empresa (incluidos los propios deudores que, de otro modo, habrían de pagar más o no podrían acceder al crédito) tienen interés ex ante en estructurar sus transacciones de tal modo que eviten en el futuro su recurso al derecho concursal.

Sobre esta base, el trabajo defiende la conveniencia de equilibrar el proceso concursal, aumentando los derechos de decisión de los acreedores, y de practicar una mayor contención normativa y judicial, contención que, al tener en cuenta no sólo las ventajas comparativas sino también las limitaciones que sufren leyes y jueces, debería permitir una interacción más fructífera del ordenamiento público con las soluciones privadas que, en ejercicio de la libertad contractual, disponen los participantes en la empresa.

Esta mayor contención de la intervención pública habría de concretarse en:

- (1) aliviar el reglamentismo procedimental;
- (2) adaptar las atribuciones judiciales (en especial, en lo relativo a la discrecionalidad de hecho para hacer cumplir o no acuerdos y convenios);
- (3) atribuir más derechos de decisión a los acreedores (sobre todo, en materia de venta de unidades de negocio y cese de administradores); y
- (4) suprimir el privilegio de los créditos públicos o, al menos, condicionar dicho privilegio a su previa publicidad.

Cuando esto se escribe, pende sobre el sistema concursal el ingente número de insolvencias causadas por la pandemia del COVID-19, así como la trasposición de la Directiva 2019/1023. Se trata de un doble desafío al que, con su actual orientación, dicho sistema difícilmente podrá responder con eficacia. Por ello mismo, la crisis abre una oportunidad para, más que reformarlo, reorientarlo en la dirección propuesta, coincidente por lo demás con las exitosas reformas que afectaron en 2014 a los acuerdos de refinanciación. El trabajo finaliza con unas breves consideraciones sobre el

Anteproyecto de Ley de reforma de la Ley Concursal¹, que apunta en esa dirección y se encuentra actualmente en trámite de audiencia pública.

2. Dificultad del problema concursal y carácter imperfecto de sus soluciones, tanto privadas como públicas

El contrato bilateral de deuda representa eficazmente el problema central de la mayor parte de la contratación económica, caracterizado porque las partes sufren asimetría informativa y sus compensaciones han de materializarse en momentos distintos. El derecho concursal intenta dar solución a un problema que también se centra en la deuda pero que es aún más complejo. De entrada, los afectados por un concurso suelen confrontar una situación doblemente multilateral, no sólo porque cada deudor tiene numerosos acreedores que son, en general, de diferente naturaleza jurídica (como corresponde a la existencia de créditos laborales, públicos, comerciales, financieros, dotados o no de garantía real, etc.), sino también porque en las insolvencias empresariales el propio deudor suele ser una entidad o persona jurídica en la cual confluyen distintos tipos de sujetos económicos y jurídicos. En general, están presentes, al menos, comunidades de accionistas, administradores y empleados, todas ellas compuestas a menudo por individuos y grupos heterogéneos, cada uno de ellos con sus propios intereses y limitaciones informativas.

Esa diversidad de grupos e intereses configura además una situación cambiante entre empresas, e incluso en una misma empresa, a lo largo tanto de su ciclo vital como de su ciclo financiero. El conocimiento sobre los procesos concursales acaba así asemejándose al obtenido sobre el célebre elefante de la fábula hindú, de cuya realidad, tras examinarlo un grupo de ciegos, cada uno de ellos se había formado una idea tan verídica como parcial e incompleta.

Por ese motivo, es imprescindible cierto distanciamiento si se aspira a delinear el fenómeno de la insolvencia y la quiebra empresarial. Ante todo, es esencial resistirse a la tentación simplificadora de considerar sólo los efectos a posteriori sobre una sola empresa, pues podría llevarnos a olvidar sus efectos a priori y a considerarlas como un destructor de valor sin preguntarnos en comparación con qué. Hoy en día, esta simplificación suele favorecer la continuidad de empresas “zombis” que sería mejor liquidar porque, amén de consumir recursos inútilmente, perjudica la rentabilidad y puede incluso llegar a comprometer la supervivencia de sus competidores. Además, por otro lado, ejerce efectos ex ante cuando los agentes económicos implicados en todas las empresas advierten cómo se resuelven las crisis y quiebras, y ello modifica sus incentivos, tanto a la hora de financiarlas como al elegir inversiones más o menos

¹ Anteproyecto de Ley de reforma del texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, para la transposición de la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 (Directiva sobre reestructuración e insolvencia).

arriesgadas, recontractar la retribución de sus factores de producción, reestructurar aquellas empresas que entran en crisis y presentar o no concursos de acreedores².

Es probable, sin embargo, que, pese a mis esfuerzos para evitarlo, a las páginas que siguen también les falte perspectiva. Máxime cuando, más que a un solo elefante, la problemática concursal se asemeja a la de una variedad de animales de distinta especie, género y tamaño, por lo cual debemos aspirar a una adaptación mutua entre esa diversidad empresarial y el entorno institucional de cada país. No es lo mismo la quiebra de una empresa familiar que la de una compañía cotizada, y tampoco son muy parecidas las leyes que idealmente convendría disponer en cada país según cuales sean la tipología de sus empresas, los niveles de formación, experiencia y competencia de sus jueces y administradores concursales, o incluso la actitud de sus gobernantes y agencias públicas en cuanto al rescate de empresas privadas. Máxime si tenemos en cuenta la diversidad observable en distintos entornos culturales e institucionales en cuanto a la importancia relativa que se suele conceder en cada uno de ellos a los riesgos exógenos, que no son en principio responsabilidad de las partes, y los riesgos endógenos, más conectados estos últimos al oportunismo o “riesgo moral” en la conducta de los participantes.

La complejidad de los problemas concursales hace que su solución sea sumamente difícil, tanto si se utilizan medios puramente privados, basados en la libre contratación de las partes, como medios públicos, de tipo normativo y judicial. Por ejemplo, ante una insolvencia empresarial, la divergencia de intereses particulares unida a la asimetría informativa suele generar situaciones en las que la libre contratación dista de alcanzar óptimos colectivos, ya no el de la sociedad en general sino ni siquiera los de los distintos grupos de agentes económicos que participan en la empresa. Es bien conocido, por ejemplo, el conflicto que suele surgir entre distintos tipos de acreedores cuando la prisa de alguno de ellos por cobrar reduce el valor o incluso acelera la liquidación de una empresa que atraviesa un déficit transitorio de tesorería, pero que, si lo superase, podría sobrevivir y ser rentable. Asimismo, algunos participantes suelen sufrir restricciones de tesorería, lo que limita la posibilidad de compensar la cesión de derechos a cambio de transferencias, u operan con una mentalidad de “última jugada”, por carecer de horizonte alguno de continuidad.

En este contexto, la intervención legislativa del derecho concursal proporciona un conjunto de reglas y soluciones, en gran medida imperativas, para resolver o adaptar ese conjunto de contratos cuando las empresas atraviesan dificultades financieras. Su imperatividad intenta contener las externalidades negativas que existen entre los diversos contratos y que son difíciles tanto de contratar ex ante como de negociar ex post. Por ejemplo, puede ser eficiente y en esa medida todos los participantes hubieran

² Se suele afirmar que el derecho concursal español ha mantenido una perspectiva ex post dirigida a alcanzar cuatro objetivos: satisfacer a los acreedores, mantener la igualdad de trato entre ellos, sancionar al deudor causante de la insolvencia y preservar la continuidad de la empresa (como resume Gurrea, 2016, pp. 6-12). El desajuste surge, a mi juicio, de que si bien los tres primeros objetivos, derivados de la visión tradicional —digamos que decimonónica— son consistentes entre sí y contienen de forma implícita una visión ex ante que, al privilegiar el tratamiento draconiano del deudor, era al menos eficaz, si no eficiente, el cuarto objetivo —que es, en cambio, fruto del corporativismo imperante desde la primera mitad del siglo XX—, es el que introduce el actual sesgo ex post, generando, además, una confusión añadida al injertar esa perspectiva ex post en un marco jurídico que originariamente contenía, aunque fuera de forma implícita, dicha visión ex ante.

podido convenir ex ante que, desde una posición de neutralidad, terceras personas —el juez y los administradores concursales— condicionen o asuman transitoriamente la gestión de la empresa e incluso modulen sus derechos de decisión para imponer a todos ellos una reestructuración de las deudas que, en su caso, podría incluir quitas y demoras. No obstante, como veremos, es esencial que esos terceros actúen como representantes de los acreedores, lo que requiere que estos retengan suficientes derechos de decisión; pues, en otro caso, como sucede a menudo en España, se corre el riesgo de que los terceros antepongan sus propios intereses o preferencias.

Lógicamente, dada la dificultad del problema, debemos esperar que esta solución concursal, que puede contemplarse como un mecanismo de acción colectiva³, también sufra fallos potencialmente graves, como su lentitud, imprevisibilidad, corrupción o posibles sesgos contra todos o algunos de los acreedores. Sospecho que el fallo principal se concreta en dar continuidad indebida, al menos durante el propio procedimiento concursal, a empresas que deberían haber sido liquidadas o reestructuradas con mayor prontitud; pero las soluciones concursales también se usan en ocasiones de forma oportunista para mantener el control o forzar la refinanciación. Cuando esos fallos potenciales del proceso concursal son importantes, es de esperar que las partes dispongan todo tipo de pactos contractuales para evitar y condicionar la presentación y desarrollo del concurso y, en el fondo, para restringir los posibles desenlaces ex post al resultado de una recontractación privada, con un mínimo de intervención judicial-concursal.

Dada la dificultad del problema y la imperfección inherente tanto de la libre contratación como de la intervención pública, el desarrollo institucional debe explotar de forma equilibrada y complementaria las ventajas comparativas de ambos tipos de soluciones, privadas y públicas. Por desgracia, el predominio en la sociedad española de valores que favorecen el idealismo estatista y la captura redistributiva de rentas (Arruñada, 2020b) puede fácilmente alejarnos del equilibrio, dando lugar a un derecho concursal que exagera el intervencionismo público, minimizando el papel de la libertad contractual, y que también suele acarrear consecuencias redistributivas.

El resto del trabajo examina diversos indicios que confirman este riesgo, al constatar que numerosas características de nuestro ordenamiento concursal, así como la frecuencia y orientación de la mayoría de las reformas emprendidas en las últimas décadas son coherentes con esas hipótesis complementarias de idealismo normativo y captura de rentas. En particular, el análisis explica algunas de las magnitudes fundamentales y de las prácticas que solemos observar en España, desde el bajo número de concursos a su larga duración media, y los elevados porcentajes tanto de concursos que terminan en liquidación como de convenios que se incumplen, así como el supuesto mayor uso de la financiación hipotecaria, o la costumbre de disponer garantías reales puramente instrumentales, las cuales, por su carácter subordinado, parecen tener escaso valor económico. Un apartado final reflexiona sobre cómo revertir una situación en la

³ Una visión propuesta hace muchos años por Jackson (1986), pero cuya consistencia teórica y empírica fue pronto puesta en duda, sobre todo por subestimar la capacidad de respuesta de los deudores para anticiparse y evitarla ex post, así como de los acreedores para disponer ex ante salvaguardias contractuales que la hagan menos probable (e.g., Bowers, 2000, pp. 96-98), dos respuestas que parecen encajar en ciertas prácticas tradicionales en la empresa española, consistentes en que, al surgir dificultades de tesorería, representen papeles de protagonista las negociaciones informales y los mecanismos de bloqueo mediante garantías reales.

que los agentes económicos parecen comportarse como si huyeran del derecho concursal y valora la reciente propuesta legislativa de reforma con ocasión de trasponer la Directiva (UE) 2019/1023.

3. Hipótesis del idealismo normativo

Según esta primera hipótesis, el ordenamiento jurídico sufre las consecuencias de una idealización de las instituciones estatales, tanto de la legislación como de la actuación judicial, a las que se supone dotadas de gran eficacia relativa respecto al funcionamiento del mercado libre. Esta idealización encuentra un apoyo fundamental en la preponderancia entre los ciudadanos españoles de valores fuertemente estatistas y contrarios a la competencia, con una intensidad notablemente superior a la imperante en países vecinos. En términos de derecho privado, esta preponderancia conduciría al predominio de reglas imperativas, a menudo promulgadas con el fin aparente de remediar situaciones (por ejemplo, el desempleo o la escasez de vivienda) que sería a menudo preferible abordar mediante soluciones de derecho público (como la política fiscal), pero que solemos atacar restringiendo la libre contratación entre los agentes económicos (Arruñada, 2020b, pp. 14-18).

3.1. El estatismo concursal

Esta hipótesis del idealismo normativo es coherente con el estatismo que exhibe nuestro sistema concursal, que se manifiesta en el doble protagonismo, por un lado, del legislador, que ha promulgado en los últimos años una enorme producción normativa; y, por otro, del juez, a quien la ley no sólo atribuye amplios poderes para dirigir todo el proceso, sino que lo hace sin otorgar a los participantes unos derechos suficientemente equilibrados.

Voluntarismo legislativo. De hecho, nuestro derecho concursal ha experimentado cambios muy notables desde 2003, adoptándose reformas legislativas con inusitada frecuencia⁴. En dicho año, se promulga la nueva Ley Concursal 22/2003 y se crean juzgados especializados en materia mercantil, los cuales tienen los concursos como una de sus principales ocupaciones (Salvador y Gómez, 2010, pp. 51-52). Poco después, sobre todo a raíz de la crisis económica iniciada en 2008, se reforma dicha ley casi treinta veces entre 2004 y 2019 (Vázquez, 2019, p. 19), a menudo cambiando de nuevo lo que se acababa de modificar. Posteriormente, con la pandemia del COVID-19, fue objeto de varios cambios adicionales, si bien, aún en pleno estado de alarma, se promulgó un texto refundido de la Ley Concursal, ello a pesar de que en ese momento ya se contemplaba la necesidad de introducir nuevos cambios para trasponer la Directiva 2019/1023 sobre procesos concursales. Como el cínico escorpión de otra fábula no menos famosa, el propio legislador de este Texto Refundido contribuiría así a ese “derecho en perpetua refacción” que criticaba con acierto en su preámbulo. Cuando esto se escribe, se ha iniciado la tramitación de una nueva ley que reformaría el texto refundido de la Ley Concursal (Real Decreto Legislativo 1/2020) para trasponer la Directiva (UE) 2019/1023 sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de

⁴ Véase, para un resumen de su historia, Sánchez Paredes y Flores Segura (2020, pp. 537-41).

deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 sobre reestructuración e insolvencia⁵.

Judicialización sin contrapesos. Por otro lado, la Ley Concursal atribuye al juez un papel protagonista, dotándole de poderes casi omnímodos, por lo que se ha llegado a afirmar que el procedimiento concursal está “judicializado hasta la caricatura” (Garoupa et al., 2009, p. 4). Lo más grave es que, en vez de configurar el papel del juez como el de un árbitro o guardia de tráfico imparcial, encargado de asegurar que los interesados negocien y pacten una solución que respete los derechos de todos y genere suficiente confianza para posibilitar la aportación de nuevos capitales, lo configura de modo que sea el propio juez quien de hecho determine dicha solución al tomar una serie de decisiones clave, como son las relativas al nombramiento de administrador concursal; el reconocimiento de deudas; la validación de los convenios o el arranque de la liquidación; la clasificación de una insolvencia como fraudulenta; la propia velocidad procesal; y las decisiones sobre si se cumplen los acuerdos de refinanciación y convenios concursales o si deben, en caso contrario, activarse sus previsiones o abrir la liquidación.

Dada la debilidad de los contrapesos en términos de participación en las decisiones y posibles acciones de impugnación que puedan emprender los acreedores, el ejercicio de este enorme poder es relativamente discrecional en aspectos esenciales, como la selección y el nombramiento del administrador concursal o la venta como unidad de negocio. Acaba así tropezando con dos graves dificultades. Por un lado, las carencias y asimetrías informativas que sufre el juez en el desempeño de su tarea, tanto por su posición como por su propia competencia. Por otro, con la posibilidad de que sus intereses (en términos, por ejemplo, de reputación y aspiraciones profesionales) y hasta sus preferencias puedan influir indebidamente en sus decisiones (Gennaioli y Rossi, 2010).

Carencias y asimetría informativa del juez concursal. La eficacia del juez español ha sido duramente criticada, pues “[s]ucedde que... la ley por sí sola no tiene un efecto demiúrgico sobre la realidad... La especialización de los titulares de lo mercantil no se improvisa, ni la adquisición del *expertise* técnico preciso, de forma que pueda ponerse efectivamente en marcha la maquinaria que produzca mayor calidad y agilidad de las resoluciones judiciales.” (Garoupa et al., 2009, pp. 3-4). Sin embargo, esta crítica parece estar un tanto desenfocada. El problema no reside en la competencia del juez sino en las funciones que se le atribuyen y cómo se reparten los derechos de decisión entre todos los participantes.

Ciertamente, la Ley atribuye al juez concursal poderes que son muy difíciles de ejercer por sufrir el juez —incluso el más cualificado— carencias y asimetrías radicales de información. La principal asimetría se deriva de que los responsables de una empresa en dificultades suelen tener incentivos para distorsionar la información, de modo que, según los casos, la presentan o bien como más viable de lo que es, con el fin de no

⁵ De promulgarse como ley el actual Anteproyecto, se ha estimado que la Ley concursal tendría más de 800 artículos. Al valorar este incremento ha de ponderarse, no obstante, que, al convertir en dispositivas algunas reglas esenciales que tenían carácter imperativo, es aplicable el argumento de que nuestro sistema legal tiende a padecer tanto un exceso de reglas imperativas como un defecto de reglas dispositivas (Arruñada, 2021, pp. 23-28), que el Anteproyecto bien podría venir a corregir.

desencadenar su liquidación⁶, o bien como menos viable de lo que es, para conseguir así mejores términos a la hora de reestructurar la deuda con sus acreedores (White, 1994; Baird y Morrison, 2001).

Debido a su débil posición informativa, el juez suele apoyarse en expertos, sobre todo en la administración concursal; pero la solución origina a su vez un nuevo problema, en la medida en que el juez pasa a depender del propio administrador, quien suele estar asimismo en una posición de ventaja informativa y cuyos intereses, en una situación tan problemática como suelen ser los concursos, no son fáciles de alinear con la eficiencia. Por este motivo, dado que el juez sufre una grave asimetría de información respecto a los expertos, es lógico que elija expertos de su confianza. No obstante, ello plantea a su vez un riesgo de apariencia de colusión, lo que da lugar a situaciones un tanto ambiguas (e.g., Lobo, 2014; Ortín, 2020a).

Idealismo contable. Esta confianza en los expertos se concreta, confirmando de nuevo la hipótesis del idealismo legislativo, en la que tienden a depositar tanto legisladores como jueces en la contabilidad (Arruñada, 1990, pp. 293-320) y la auditoría (Arruñada, 1999). Sucede que, al igual que el planificador de las antiguas economías socialistas, todo regulador de la actividad económica en el mercado necesita estimar costes y beneficios sociales y, por ello, le conviene creer que las cifras contables aproximan fielmente tales valores económicos. Ello explica que suela pedirles a los expertos mucho más de lo que sus respectivas disciplinas pueden proporcionar. Por su propio interés, es ésta una demanda a la que los expertos contables y auditores rara vez objetan, aun a sabiendas de que sus disciplinas no están en condiciones de satisfacerla, por estar pensadas para desempeñar funciones más modestas. En esencia, más que a estimar valores económicos, esas disciplinas fueron creadas para registrar y verificar transacciones con el fin de reducir costes de agencia, de ahí su énfasis, por ejemplo, en el uso de precios históricos que, al estar basados en transacciones reales, tienen el respaldo del mercado y están así menos sujetos a opiniones de boquilla (Watts y Zimmerman, 1986).

El depositar excesiva confianza en la contabilidad ayuda así a explicar que, de forma un tanto ingenua, las leyes tiendan a atribuir al administrador concursal o a otros peritos un papel excesivo, ya sea requiriendo su informe, haciendo depender de ellos o incluso asignándoles directamente decisiones tan fundamentales como las de evaluar las posibilidades de continuidad de la empresa, establecer si el valor de continuidad es superior al de liquidación o asegurarse de que un determinado acreedor cobrará más con continuidad que en liquidación (una valoración ésta que se antoja de todo punto inalcanzable si se establece, como es debido, ajustando el valor por el riesgo asumido en cada una de las posibles opciones).

Preferencias y discrecionalidad influenciada. Dado el predominio de valores estatistas y redistributivos, la atribución al juez concursal de unos derechos de decisión relativamente discrecionales le sitúa en una posición en la que, a menudo, ya no es que, cuando la empresa deudora incumple, le resulte difícil ejecutar los acuerdos pactados ex ante (esto es, en el momento de la contratación de capital, o al suscribir un acuerdo de refinanciación o un convenio concursal) por los participantes, sino que se podría interpretar que casi se le está invitando a que no los haga cumplir. Considerando las

⁶ Hay indicios de que, al menos en el pasado, los jueces estadounidenses sufrían este tipo de sesgo (Jackson, 1986, p. 220), citado por Cabrillo y Depoorter (2000, p. 275).

restricciones que imponen esos valores, convendría disponer reglas de decisión judicial menos discrecionales, como son aquellas que respetan la asignación de derechos de decisión pactada ex ante por los propios participantes en la empresa, y ello por mucho que ex post nos puedan parecer ineficientes (podría ser este el caso, que se comenta más adelante, de las hipotecas subordinadas sin aparente valor económico); así como una distribución más equilibrada de derechos entre los participantes.

3.2. Indicios empíricos sobre las consecuencias del estatismo concursal

3.2.1. La baja incidencia concursal

También exhiben cierto grado de idealismo estatista los análisis que consideran como un dato enteramente negativo el bajo número de concursos, un fenómeno que, en realidad, si tomamos como referencia comparativa un hipotético mayor uso del actual sistema concursal, quizá debe ser valorado como una adaptación positiva.

Tradicionalmente, en España, se ha recurrido al concurso de acreedores menos que en otros países. Antes de la Gran Recesión (2008-2013), el número de concursos solía ser de los más bajos del mundo, si bien su número anual pasó de unos mil a unos nueve mil entre 2007 y 2013 (García-Posada y Vegas, 2017, p. 140), para situarse en torno a los 4.200 entre 2016 y 2020 (REFOR, 2019, 2020b). Se ha argumentado que la causa de esta baja incidencia concursal reside en la ineficacia de nuestros procesos concursales⁷, y que ello conduce a las empresas españolas a adoptar estrategias poco arriesgadas de inversión y financiación, para reducir así la probabilidad de quiebra y evitar de raíz tales costes concursales (Celentani et al., 2012)⁸.

Sin embargo, esa conclusión parece poco atendible; y no tanto porque, según algunos indicadores, los costes de los procesos concursales en España no sean en realidad más altos ni su eficacia menor que en los países vecinos (como detalla el Cuadro 1). Las notables deficiencias que, como comento más adelante, sufren tales indicadores podrían explicar que no captasen las diferencias de costes y eficacia. Además, mientras que los costes relevantes son marginales (los de la empresa que se encuentra en el límite entre entrar o no en concurso), esos indicadores intentan medir los

⁷ Se suele señalar que nuestro sistema concursal ha estado “tradicionalmente caracterizado por procedimientos largos y costosos..., que tienden a destruir el valor de la empresa y reducir las tasas de recuperación de crédito de los acreedores, y por terminar en la liquidación de la empresa concursada en alrededor del 95 por 100 de los casos” (*ib.*, 140).

⁸ Parte del bajo número de concursos se achaca también a una “economía concursal sumergida”, ya que muchas empresas en quiebra cierran sin tramitar oficialmente su liquidación. La magnitud del fenómeno se ha estimado comparando el número de empresas cuyos salarios son satisfechos por el Fondo de Garantía Salarial (FOGASA) con el de concursos de acreedores. Según esos datos, en 2017, el FOGASA pagó a los trabajadores de 7.677 empresas mientras que el número de concursos fue de 4.546, lo que supondría una diferencia y, por tanto, una estimación de estas insolvencias que no se tramitan como concurso del 40,78%, cifra que desciende hasta el 25,37% en 2020 (REFOR, 2020, p. 39; datos de 2020 proporcionados por Alberto Velasco). No obstante, pese a tener una magnitud considerable, estos estos “cerrojazos” no explicarían sino una pequeña parte de las diferencias que se observan en el número de concursos respecto a otros países europeos (véase, por ejemplo, REFOR, 2020, p. 25), incluso suponiendo que no se produjera ningún cierre informal en los demás países. Adicionalmente, es incierto qué reflejan realmente las cifras del FOGASA.

costes medios y lo hacen, en el caso español, sobre una muestra de empresas concursadas que, dado su reducido número, es en principio posible que sea muy diferente a las de otros países.

Lo más importante es que, aun en caso de existir ese sobrecoste e ineficacia, no es plausible que pudiera ejercer un impacto tan significativo sobre la estrategia empresarial, sobre todo cuando, por un lado, se considera que ésta se ve afectada por muchos otros factores (sobre todo, la ventaja comparativa de las empresas en diversas actividades productivas); y cuando, por otro lado, se tiene en cuenta el efecto compensatorio que tendría la adaptación contractual *ex ante*, incluido el supuesto uso en mayor medida de la garantía hipotecaria. De hecho, el citado trabajo sólo aporta como prueba de dicha conclusión una serie de indicios contables que parecen compatibles con otras muchas explicaciones.

Por otro lado, Celentani et al. (2012) dedican el apartado 4 de su trabajo a descartar la hipótesis de que las empresas concursadas españolas se encuentren en peor situación financiera que en los países vecinos. Se trata de una hipótesis más bien complementaria que alternativa de la del elevado coste e ineficacia del proceso concursal. Complementaria porque, de ser el concurso más costoso y menos eficaz, parece lógico que sólo se utilice para los casos perdidos. Además, los propios datos contables en los que Celentani et al. apoyan su argumento (una selección de submuestras nacionales que no incluye empresas cotizadas, bancarias, italianas ni *outliers*), en realidad sustentan, a mi juicio, la idea de que las empresas españolas que entran en concurso sí están de hecho en peores condiciones financieras. Sucede así, en especial cuando se comparan las cifras de las concursadas españolas con los promedios —tanto simples como ponderados— de la muestra combinada de empresas alemanas, francesas y británicas. Máxime, sobre todo, si se consideran sus ratios de rentabilidad, cobertura de intereses y endeudamiento, que cabe considerar más fiables que la aplicación mecánica de una misma función discriminante o de los ratios de balance, más susceptibles estos últimos de padecer sesgos por contabilidad creativa, la cual no tiene por qué ser constante entre países.

En consecuencia, es probable que las concursadas españolas se encuentren en peor situación financiera que las de los países vecinos, lo que sería consistente con unos estándares concursales más relajados y, sobre todo, un potencial uso oportunista del procedimiento concursal para dilatar la liquidación, como paso a analizar a continuación.

3.2.2. La realidad del concurso como procedimiento de liquidación

En efecto, dada esta mala salud de la mayoría de las empresas concursadas, resulta lógico que sólo llegue a aprobarse un convenio en un porcentaje exiguo, que suele situarse según los años entre el 7 y 10%. Este reducido porcentaje de convenios, que puede caer en algunos años al 5%, se ha interpretado como que el sistema está “sesgado a la liquidación” y que nos encontramos ante una “solución de esquina [...que es] poco plausible que... sea óptima, pues ello requeriría que ninguna empresa concursada fuera viable económicamente” (García-Posada y Vegas, 2017, pp. 140, y 159, n. 2). Sin embargo, la realidad no parece ajustarse a esta valoración (a menos que se entendiera como “óptimo” aumentar el porcentaje de convenio y supervivencia entre esas empresas

concuradas y que se encuentran en tan mala situación). No sólo porque de hecho sí se alcanza el mencionado 5-10% de convenios, en principio potencialmente viables, sino sobre todo porque existe un notable sesgo de selección: excepto para las grandes empresas⁹, la inmensa mayoría de las concursadas solicita el concurso tras haber fracasado la renegociación privada de la deuda, cuando a los responsables de la empresa no les queda otra salida y a menudo con la única esperanza de dilatar la liquidación. Apoya este juicio el que, tras las reformas de 2014 dirigidas a ampliar el rango de acuerdos, la proporción de concursos que dan lugar a convenio apenas haya aumentado (van Hemmen, 2020, p. 32); y de que hasta un 83,8% de las liquidaciones tenga lugar sin haberse intentado siquiera una reestructuración o convenio (p. 41). Como referencia, procede observar que, incluso en un sistema tan favorable a la continuidad de la empresa como suele considerarse el de los Estados Unidos la mayoría de las reorganizaciones también terminan en liquidación (Posner, 2007, p. 434, n. 5; así como Franks y Toros, 1994).

Además, las concursadas que alcanzan convenio son más grandes (van Hemmen, 2020, p. 39), lo que, si bien se ha achacado a que sufren “menores problemas de información asimétrica entre empresas y acreedores” (García-Posada y Vegas, 2017, p. 150), puede más bien obedecer a que los jueces son más reacios a liquidar aquellas empresas con mayor número de empleados. Apoya este juicio el que, a igualdad de volumen de deuda y otras variables de interés, tanto la probabilidad de que se alcance un convenio como de que éste se incumpla sean significativamente mayores cuanto mayor es el número de empleados, dos efectos marginales que son consistentes con la supuesta motivación social de los jueces a la hora de aprobar el convenio, posponiendo así, pero no evitando, la liquidación de la empresa¹⁰.

Es, en efecto, notable el elevado número de convenios que son incumplidos y acaban en liquidación: de una muestra de 89 convenios alcanzados en 2007, al menos el 43,8% ya habían sido incumplidos al cabo de 5 años, con un plazo de incumplimiento medio de 2,2 años, según van Hemmen (2014a). El porcentaje de incumplimiento sigue aumentando con el paso del tiempo: según van Hemmen, ascendía en 2020 al 49,4% para los convenios alcanzados en 2007 y al 59,0% para los de 2009. La cifra equivalente para los iniciados en 2015 era del 25,9% en agosto de 2020. En ambos casos, se trata de una estimación mínima, puesto que puede haber incumplimientos reales no reconocidos judicialmente como tales, o bien reconocidos, pero no registrados. De hecho, una percepción común entre expertos es que el porcentaje real es aún mayor, sobre todo para la mayoría de los convenios que no fueron propuestos por los acreedores. Confirma este

⁹ Muchas grandes empresas sí entran en concurso tarde debido a que la regulación prudencial bancaria obliga a los bancos a practicar provisiones contables que reducen sus beneficios, motivo de que estos sean reacios a que sus clientes importantes presenten concurso de acreedores. Prefieren acometer, en cambio, e incluso se apoyan mutuamente en operaciones de refinanciación que en esencia sólo aplazan el problema: al no efectuar quitas de deuda y basarse, por el contrario, en subterfugios tales como convertir parte de la deuda en préstamos participativos (retribuidos con intereses más una participación en beneficios), dejan intacto el problema de fondo y a menudo terminan agravándolo. La salvedad no afecta al argumento en la medida en que éste se plantea en términos de medias o medianas empresas, mucho más numerosas.

¹⁰ Salvo mención específica de una fuente, los datos de este y el siguiente párrafo me fueron proporcionados, vía comunicación personal, por Stefan van Hemmen, a quien agradezco muy especialmente su disposición para realizar los laboriosos análisis en que se basan, compartirlos conmigo y autorizarme a publicarlos.

último extremo el que en 2020 solo se habían incumplido 5 (un 13,2%) de los 38 convenios que habían sido propuestos por los acreedores entre 2005 y 2019, una cifra muy inferior a la de los incumplimientos que se observan entre los propuestos por deudores, que alcanzaba el 36,9%. En esencia, estos datos justifican considerar nuestro concurso de acreedores como un mecanismo de liquidación más o menos aplazada^{11,12}.

3.2.3. La importancia de los acuerdos privados

Coherente con las preferencias estatistas que exhiben los datos demoscópicos, el legislador solía mostrar escaso aprecio por las soluciones de reestructuración privada (al menos, hasta la reforma del régimen de los acuerdos de refinanciación en 2014), y ello a pesar de que tradicionalmente han sido las más utilizadas por nuestras empresas, las cuales, cuando se ven en dificultades, son reacias a acudir a los procesos concursales e intentan negociar acuerdos con sus acreedores.

Por desgracia, debido a su naturaleza privada, carecemos de datos sobre la mayoría de estas renegociaciones (ya sea porque permanecen puramente privadas o porque la empresa deudora solicita que el procedimiento se declare secreto). No obstante, su importancia es observable de forma indirecta incluso en la estructura organizativa tanto de los bancos como de los bufetes jurídicos, los cuales suelen contar con departamentos distintos para gestionar estos acuerdos privados y para los procesos concursales propiamente dichos: usando un símil sanitario, distinguen entre las “unidades de cuidados intensivos” encargadas de reestructurar empresas viables y las “morgues” o “tanatorios” en que se procesan los expedientes concursales.

Ciertamente, es arriesgado conjeturar sobre una realidad que en buena medida permanece oculta, pero cabe pensar que la gran mayoría de empresas con posibilidades de continuidad son reestructuradas en este proceso privado. En la muestra analizada por van Hemmen (2014b, pp. 126-36), las empresas que iniciaban formalmente acuerdos de refinanciación antes de entrar en vigor el RDL 4/2014 eran pocas en número y de mucho mayor tamaño que las que entraban en concurso. La evolución del número de acuerdos homologados decrece entre 2015 y 2020, pero esos años coinciden con una relativa expansión económica (REFOR, 2019 y 2020b, p. 32, datos provisionales para 2020). El dato más relevante es que incluso en esos años de bonanza, en los que cae el número de concursos, se produce un aumento notable en las solicitudes de acuerdos de

¹¹ En este sentido, convendría analizar también los impedimentos que suele oponer, al menos para grandes empresas, el entorno político para proceder con diligencia a la liquidación, en vez de posponerla sólo para terminar liquidando años más tarde y después de haber distorsionado la competencia. Cuando esto se escribe, varias grandes empresas parecen estar a punto de proporcionar buenos ejemplos de este tipo (Ortín, 2020b; Valls, 2020).

¹² Véase Cervera Martínez (2021) para una propuesta simplificadora en la línea de reconocer la función liquidadora del procedimiento, dirigida a filtrar con rapidez qué empresas son o no viables y tratar ambas de manera claramente diferenciada. Por un lado, las empresas viables serían reestructuradas mediante un proceso de negociación extrajudicial en el que la intervención de la Justicia se limitaría a activar escudos protectores (e.g., paralizar ejecuciones durante la negociación), homologar los acuerdos y resolver posibles impugnaciones (las cuales deberían requerir la participación en las negociaciones y haber discrepado expresamente sobre la materia que se impugna). Por otro, las empresas no viables entrarían en un proceso claramente orientado a su rápida liquidación, una rapidez que vendría a reforzar la posibilidad de vender unidades de negocio.

refinanciación no homologados. Por ejemplo, aumentan un 8,43% en 2018, llegando a alcanzar en dicho año un 86,83% del número de concursos (REFOR, 2019, p. 33). Para 2019, las correspondientes cifras representan un aumento del 17,03%, situando el número de acuerdos no homologados, en el 94,04% del de concursos (REFOR, 2020b, p. 33). No es descabellado pensar que, si se computaran los que permanecen secretos, el número total sea superior al de concursos, incluso sin considerar los acuerdos informales.

3.2.4. La diferente eficacia aparente de soluciones más y menos equilibradas

Al considerar la doble debilidad informativa y ambiental del juez concursal, se comprende la gravedad del múltiple error a que ha conducido a nuestro legislador su visión idealista, pues ha sobrevalorado tanto su propia capacidad para legislar como la del juez para tomar decisiones, en vez de limitarse a arbitrar el concurso, resolviendo conflictos y tutelando el proceso. Suele despreciar, en cambio, la doble función informativa y motivadora que ejerce la separación de poderes mediante la atribución de mayores derechos de decisión a los acreedores. Este último aspecto es crucial: no procede exigir al juez que sepa tomar o valorar decisiones empresariales y financieras, sino tan sólo que arbitre con imparcialidad el ejercicio de derechos de decisión por los participantes. Éstos sí saben, porque tienen interés en saber, y, además, a diferencia de los expertos, no se limitan a opinar, sino que han de respaldar sus opiniones con sus hechos. En suma: no es preciso que el juez concursal atesore superpoderes; basta con que actúe como árbitro imparcial, pero eso requiere que puedan jugar todos los interesados en igualdad de condiciones.

Bien es cierto que, nuestro actual derecho concursal no es uniforme en cuanto a su confianza en las decisiones de las partes y lo que estas negocian, sino que dispone soluciones muy diversas en cuanto a su diseño y su eficacia. Esta variedad de soluciones corrobora el argumento en la medida en que son aquellas soluciones donde el legislador y el juez confían más en las partes las que, a juicio de muchos observadores, proporcionan mejores resultados. En orden decreciente de eficacia, baste mencionar tres soluciones bien distintas¹³:

En primer lugar, la homologación de acuerdos de refinanciación en la que, si bien es competencia del juez, éste suele dar por bueno el plan de viabilidad aprobado por las partes sin entrar a valorar su adecuación. En principio, la inviabilidad del acuerdo no es siquiera causa de impugnación, aunque se haya tratado de encajar en la impugnación por sacrificio desproporcionado, alegando que no se puede imponer un acuerdo que no sea necesario para asegurar la viabilidad¹⁴.

¹³ Agradezco a Javier Rubio Sanz el haber dirigido mi atención a estas diferentes soluciones.

¹⁴ Existe cierta controversia en la literatura sobre en qué medida las soluciones de reestructuración preventiva, como los acuerdos de refinanciación (planes de reestructuración en el Anteproyecto en curso) establecen un régimen jurídico especial que viene a colectivizar los derechos individuales de los acreedores (al decidir por mayoría) y a anticipar el vencimiento de las opciones sobre el valor de la empresa en poder de los acreedores residuales y los socios (véase, para una introducción, Garcimartín, 2018 y 2021). Al menos en nuestro contexto, la cuestión parece tener más relevancia teórica que práctica, a juzgar por el bajo número de concursos iniciados por los acreedores, que además ha permanecido estable en torno al 6% desde 2009, tras haber experimentado un ligero incremento en los años 2006 a

En cambio, en las ventas de negocios en concurso, si bien, en la práctica, el juez suele aceptar sin mayor análisis lo que determina el administrador concursal, quien suele elegir al comprador mediante un proceso relativamente flexible que el mismo administrador organiza (aunque el TRLC sí introduce alguna norma imperativa), esta confianza de la ley y del juez en un tercero sin los incentivos adecuados y a menudo sin la competencia necesaria, distorsiona el procedimiento y es origen de resultados muy desiguales, que podrían incluir cierto grado de fraude. Se echa de menos una mayor participación de los acreedores, pues ésta, hoy en día, una vez declarado concurso, no va más allá de comunicar su crédito, exigir que se reconozca y, si se alcanza un convenio, votarlo. En concreto, en el caso de venta del negocio, es insuficiente su actual derecho a plantear alegaciones que generalmente no suelen ser atendidas por el juez, quien prefiere refrendar la decisión del administrador concursal. Parece lógico, en aras de lograr un mayor equilibrio en ese terreno, que los acreedores estuvieran legitimados para vetar ventas por mayoría.

Cabe plantearse, por último, una solución similar al menos en cuanto a la gestión, si no al nombramiento, de los administradores, cuyo desempeño es probablemente uno de los puntos más débiles de nuestro sistema concursal. Si bien, la participación de los acreedores en su nombramiento es difícil porque al inicio del procedimiento, tras la declaración del concurso, no se suele saber cuántos acreedores hay, ni quiénes son y cuáles son sus créditos, nada impide que, para alinear mejor sus intereses, pudieran solicitar su cese por mayoría sin necesidad de acreditar justa causa¹⁵.

2008 (según las muestras del *Anuario Concursal*). Una interpretación de nuestra reestructuración preventiva es que viene a “privatizar” un derecho concursal que, por su estatismo, se había demostrado inservible. Véase, no obstante, el trabajo de Closset et al. (2021), referido en la nota 25.

¹⁵ La consideración conjunta de estas tres situaciones me inclina a valorar positivamente la solución del Anteproyecto en cuanto al diagnóstico como, especialmente, a los planes de reestructuración, tanto por limitar la intervención judicial al arranque de las negociaciones y la homologación del plan como por aumentar la flexibilidad del procedimiento. En cuanto al diagnóstico, la Exposición de motivos del Anteproyecto incluye en su epígrafe VI un diagnóstico en buena medida coincidente con los argumentos que defendemos, pues señala como dos de los tres problemas esenciales del concurso de acreedores el excesivo “judicialismo” y el considerar el convenio como “solución normal” del concurso, cuando en realidad es una solución excepcional. (El tercer problema es el laberinto procesal que se deriva de desarrollarlo en dos fases sucesivas y la larga duración de la fase común). Asimismo, como bien dice la Exposición de motivos, “la confianza en la decisión mayoritaria de los sujetos afectados permite reducir la intervención judicial conforme a los criterios de necesidad y proporcionalidad... El régimen aplicable a los planes de reestructuración descansa sobre un principio de intervención judicial mínima y a posteriori. La negociación y votación del plan es informal y al margen de cualquier proceso reglado o de la intervención de ninguna autoridad judicial, sin perjuicio de la posible designación de un experto en la reestructuración, cuando proceda imperativamente o a instancias de las partes. El juez sólo interviene al final del proceso, para homologar el plan ya aprobado por las clases y mayorías exigidas por la ley”. Así pues, el Anteproyecto contempla el nombramiento de expertos con carácter generalmente voluntario (salvo que lo solicite el deudor o una mayoría de acreedores) y sin limitar la entrada en esa función profesional (artículo 676). En este segundo punto es, por tanto, contrario a la propuesta de la asociación de economistas forenses, que propugnaba aprovechar la trasposición de la Directiva para imponer la presencia de un administrador concursal en los acuerdos de refinanciación, así como en la tramitación de los “reconvenios” (REFOR, 2020a, pp. 4 y 6). Es de interés señalar a este respecto que esta propuesta de REFOR contemplaba la función de administrador como la de “desempatar” el conflicto entre deudor y acreedores (p. 4), y no entre los propios acreedores. Véase, asimismo, para una crítica centrada en la ausencia de restricciones subjetivas, REFOR (2021, pp. 20-24).

4. Hipótesis redistributiva

Según esta segunda hipótesis, el contenido de las leyes y de su interpretación judicial tendría como objetivo redistribuir riqueza entre los ciudadanos o, en el ámbito contractual, entre las distintas partes de los contratos, todo ello como consecuencia de que buena parte de sus actividades, incluida la litigación, se dirigen a capturar rentas y no a producir (Arruñada, 2020b, pp. 18-26). Por ejemplo, los deudores actuales suelen estar interesados en ablandar las condiciones de sus contratos de deuda, aun a costa de introducir reglas e interpretaciones que empeoran las posibilidades y condiciones contractuales de los deudores futuros. Unos futuros deudores potenciales que, a menudo, ni siquiera son conscientes de que podrían suscribir contratos similares en el futuro, motivo éste por el que su interés tenderá a pesar poco en los planos político y legislativo.

Esta hipótesis redistributiva es también consistente con diversos atributos del régimen concursal y, en especial, con la orientación predominante de las reformas introducidas en las últimas décadas. Obviamente, en el derecho concursal, el cuadro es mucho más complejo que en la deuda bilateral, sobre todo por contar con más participantes, los cuales tienen una gran variedad de intereses contrapuestos y parten de posiciones con muy diverso poder negociador. No obstante, el procedimiento concursal también puede servir para capturar rentas por parte de muchos de los que en él participan, desde los deudores, directivos y trabajadores, a menudo interesados en posponer la liquidación aun a costa de acreedores y competidores; a los administradores concursales, de los cuales se suele criticar que algunos aprovechan su posición de forma oportunista; o los acreedores cuando utilizan el concurso para mejorar injustamente su posición respecto a los demás participantes, incluidos otros acreedores.

A continuación, ilustraré la aplicación de esta hipótesis efectuando una evaluación general de las reformas y varios análisis forzosamente esquemáticos de algunos de sus rasgos principales, con especial atención a lo que parecer ser su orientación favorable (ex post) a los deudores y a la continuidad de la empresa, el carácter retroactivo de sus efectos económicos y la consistencia de la hipótesis redistributiva con algunas de las excepciones legales más prominentes.

4.1. “Buenas prácticas” y mejora aparente tras la reforma de 2003

Con la Ley Concursal de 2003, España adoptó lo que el informe *Doing Business* define como “buenas prácticas” en su indicador de resolución de insolvencias empresariales (World Bank, 2019)¹⁶. *Doing Business* elabora anualmente este índice de

¹⁶ *Doing Business* mide la presencia de estas reglas mediante variables generalmente binarias que cubren cuatro áreas: (1) la *apertura de los procedimientos de insolvencia*, a la que corresponden entre 0 y 3 puntos por la posibilidad de que tanto deudores como acreedores inicien los procedimientos de liquidación y reorganización, y por el mayor número de criterios utilizables (liquidez, neto patrimonial o ambos); (2) la *administración de los bienes del deudor*, de 0 a 6 puntos, recibiendo más puntos si, tras iniciarse el procedimiento, es posible contratar, anular contratos anteriores que den preferencia a un acreedor o comporten una infravaloración y obtener financiación con o sin prioridad sobre los acreedores ordinarios; (3) los *procedimientos de reorganización*, con de 0 a 3 puntos, en función de que sólo voten el convenio los acreedores afectados, que se divida a los acreedores en clases que votan por separado y dentro de cada clase reciben igual trato, y que los acreedores que se opongan reciban al menos un valor

calidad del marco regulatorio de la insolvencia midiendo en una escala de 0 a 16 la adecuación de las leyes nacionales a las “prácticas internacionalmente aceptadas”, estimada mediante la presencia en la legislación concursal de las reglas que, supuestamente, deberían conseguir el doble objetivo de dar continuidad a empresas viables y liquidar las inviables.

Dada esta orientación de la reforma, no es de extrañar que la imagen de España lograra una mejora notable en diversos componentes del indicador elaborado por *Doing Business*: la tasa de recuperación, el coste del procedimiento y, sobre todo, el índice de “calidad” y, en consecuencia, la puntuación general (Cuadro 1). En concreto, para *Doing Business*, el índice de calidad de nuestro marco normativo en materia de insolvencias empresariales mejoró espectacularmente en su informe de 2006 (publicado en septiembre de 2005 y elaborado con datos recogidos durante el primer trimestre de dicho año). Hasta entonces, la legislación concursal española (la anterior a la Ley Concursal de 2003) sólo lograba un total de cinco puntos, obtenidos como la suma de dos puntos en cada una de las dos primeras áreas, uno en la tercera y ninguno en la cuarta. En cambio, desde 2006, la puntuación total subió a doce puntos (de un máximo de dieciséis) y desde entonces obtiene una valoración positiva en todas las reglas excepto cuatro (véase Cuadro 1). Por otro lado, según *Doing Business*, el coste de un procedimiento concursal se redujo desde el 14,5% en que lo estimaba entre 2004 y 2010 al 11% en que pasó a estimarlo desde el informe de 2011. Por su parte, la tasa estimada de recuperación de deuda garantizada ha aumentado, con ligeros altibajos, desde el 73,5% de 2004 al 77,5% de 2020, aunque cayó durante los peores años de la anterior crisis económica hasta el 67,6% que exhibió en los años 2009 y 2010.

Cuadro 1. Eficacia y calidad de los procesos concursales, según *Doing Business 2020*

	Tasa de recuperación (%)	Tiempo (años)	Coste (%)	Índice de “calidad” (0-16)	Ranking de país	Puntos totales
España, 2003	73,5	1,5	14,5	5	n. d.	55,2
España, 2019	77,5	1,5	11	12	18	79,2
Francia	74,8	1,9	9	11	26	74,6
Alemania	79,8	1,2	8	15	4	89,8
Italia	65,6	1,8	22	13,5	21	77,5
Reino Unido	85,4	1	6	11	14	80,3
Promedio europeo*	76,4	1,48	11,25	12,63		80,55
Estados Unidos	81	1	10	15	2	90,5
OCDE, renta alta	70,2	1,7	9,3	11,9		74,9

Nota: * Promedio de los otros cuatro países europeos (sin España).

Fuente: Elaboración propia con base en *Doing Business 2020* (World Bank, 2019), cuyos datos fueron compilados en mayo de 2019; y, para España, 2004, *Doing Business 2004* (datos históricos).

equivalente al que les correspondería en la liquidación; y (4) la *participación de los acreedores*, que varía entre 0 y 4 puntos y comprende que éstos nombren o ratifiquen al administrador concursal y deban aprobar la venta de activos principales, así como que, a título individual, puedan revisar las cuentas y objetar la decisión del administrador concursal de aprobar reclamaciones de deuda contra la empresa (World Bank, 2019).

Estas valoraciones, como todas las basadas en los indicadores de *Doing Business* (Arruñada, 2007 y 2009), son discutibles, pero encierran también indicios valiosos. Uno de ellos es que los indicadores de *performance* en términos de tasas de recuperación, tiempo y coste no se separan mucho de los imperantes en países de nuestro entorno. Este hecho pone en duda los méritos del diagnóstico, muy frecuente, de que el sistema cuenta con medios relativamente escasos.

La duda más importante la plantea el hecho de que el indicador de calidad se base en la existencia de reglas formales, sin atender a su aplicación ni a su adaptación a cada país. Presupone, pues, que existen reglas universales igual de eficaces y útiles en cualquier contexto, descartando implícitamente que exista, por ejemplo, una interacción de las reglas legales con la eficacia del sistema judicial y la administración concursal que han de aplicarlas. Alternativamente, cabría pensar que las reglas óptimas bien pueden ser diferentes en países con sistemas judiciales y concursales más o menos eficaces. Por ejemplo, es plausible que en un país cuya eficacia judicial es escasa sea preferible que la ley concursal proteja más a los acreedores (Ayotte y Yun, 2009). Como veremos, hay indicios de que, con la mayoría de las reformas, España ha hecho justamente lo contrario, pese a contar con un sistema concursal a menudo considerado ineficaz y haber sido incapaz de mejorar su eficacia pese a dedicar a ello una cantidad notable de recursos.

Asimismo, *Doing Business* calcula la tasa de recuperación no sobre el total de deudas sino sobre aquéllas con garantía real (World Bank, 2020). La expectativa real de recuperación es probablemente mucho menor: incluso para el pequeño número de concursos en que se llega a aprobar un convenio y suponiendo que éste se cumple, la expectativa de recuperación promedio de los acreedores ordinarios se sitúa en los últimos años entre el 44 y el 50%, y con una varianza muy elevada (van Hemmen, 2020, pp. 51-52); y ello amén de que gran número de convenios no llega a cumplirse.

Por último, las estimaciones de tiempos y costes son también cuestionables porque toman como referencia un caso en el que se supone de antemano que la empresa vale más en funcionamiento que en liquidación, una cuestión que para muchos autores es la clave que debe dilucidarse en el proceso concursal¹⁷. En cuanto al tiempo, frente a los 548 días que señala *Doing Business* para el cobro por los acreedores en un supuesto de continuidad, con base en las opiniones subjetivas de una muestra de expertos, los datos reales indican que un convenio concluido en 2019 requería en promedio 621 días en la tramitación abreviada y 1.087 días en la ordinaria, mientras que en el infrecuente convenio anticipado los tiempos se reducían a 151 y 329 días, respectivamente (van Hemmen, 2020, p. 72).

¹⁷ No es éste el único indicador en que, para medir procedimientos, tiempo y coste de un sistema institucional, *Doing Business* emplea como referencia un caso que da por resuelto el problema principal que dicho sistema ha de resolver. Su indicador sobre los registros de la propiedad también toma como referencia una transacción inmobiliaria en la que supone que no existe colisión alguna de derechos o pretensiones de derechos, minimizando así todos los aspectos relativos a la calidad jurídica del servicio, relacionada en buena medida con la eficacia con que éste depura los derechos reales.

4.2. El sesgo prodeudor de las normas concursales

Las “buenas prácticas” que predica *Doing Business* prometen equilibrar los intereses en juego y dar así lugar a decisiones eficientes. En el caso español y al menos desde el punto de vista de las reglas formales, que es el adoptado por *Doing Business*, el derecho concursal resulta comparativamente favorable a los deudores y contrario a los acreedores. Esta realidad se pone de manifiesto al clasificar sus 16 atributos para construir un índice, ciertamente imperfecto, del sesgo prodeudor que muestran dichas reglas, presentado en la última fila del Cuadro 2¹⁸. De acuerdo con este índice, las reglas hoy vigentes en España son notablemente más favorables al deudor que las alemanas, italianas e inglesas, pero no tanto como las francesas. Las cuatro reglas en las que se desvía nuestro régimen legal son las siguientes: Por un lado, en cuanto a los procedimientos de reorganización, (1) el que los acreedores que se opongan no tengan garantizado recibir al menos un valor equivalente al que les correspondería en la liquidación. Por otro lado, en cuanto a la participación de los acreedores, éstos sí pueden a título individual objetar la decisión del administrador concursal de aprobar reclamaciones de deuda contra la empresa, pero, sin embargo, nuestras leyes no les conceden derecho a: (2) nombrar o ratificar al administrador concursal, (3) aprobar la venta de activos principales o (4) revisar las cuentas. Además, el régimen actual es también notablemente más favorable a los intereses de los deudores que el anterior a la reforma concursal de 2003, que ya había sido considerado favorable al deudor¹⁹.

Ciertamente, este índice se limita a agregar una parte de las reglas formales y no entra a valorar, por ejemplo, ni la importancia relativa de las diversas reglas, ni su interacción ni cómo los jueces de los distintos países optan o no por aplicar una misma regla de forma que de hecho proteja en mayor o menor medida a una clase de participantes²⁰. Sin embargo, es incluso probable que obtuviésemos un mayor sesgo prodeudor al examinar la importancia relativa de las reglas (piénsese en los tres primeros componentes del “índice de participación de los acreedores”) o considerar los sesgos en la aplicación judicial, dada la preponderancia en la ciudadanía de valores estatistas y redistributivos. Asimismo, refuerzan este sesgo prodeudor los escasos derechos de decisión con que cuentan los acreedores ante los supuestos de venta de unidades de negocio y de cese de administradores, analizados con anterioridad²¹.

¹⁸ Para los 195 países para los que es posible construir el índice con los datos de *Doing Business 2020*, el promedio es de 1,73 puntos, con una desviación típica de 1,59 puntos. El máximo, de 5,50, corresponde a Uruguay y el mínimo, de -3,0 puntos, a Bulgaria.

¹⁹ Véanse, por ejemplo, Cabrillo (1987, pp. 28-31), y Cabrillo y Depoorter (2000, pp. 268-69).

²⁰ El índice tampoco tiene en cuenta el régimen de “segunda oportunidad” para empresarios individuales, que en el caso español se suele considerar relativamente poco favorable con el deudor. Véase, por ejemplo, Celentani y Gómez Pomar (2020), que parecen despreciar tanto el indicio empírico que proporciona la escasez de contratos en los que los deudores estén dispuestos a pagar condiciones más favorables como el riesgo moral en que suele incurrir el deudor. Respecto a este último punto, dichos autores parecen manejar, en cambio, un supuesto implícito de que tanto la insolvencia como el desarrollo del procedimiento concursal son fenómenos puramente exógenos.

²¹ Gurrea (2016, pp. 26-36) analiza éstas y otras reglas contrarias a los acreedores, como son el que nuestro derecho concursal: incentive el convenio frente a la liquidación, incluso cuando ésta podría ser la solución eficiente; permita paralizar de forma oportunista las ejecuciones; postergue los créditos ordinarios a los créditos públicos; no contemple que un comité de acreedores participe de forma activa en el procedimiento; no permita a los acreedores forzar la liquidación cuando ésta les resulta más favorable

Conviene reiterar que, de confirmarse, esta evolución prodeudor tendría escaso sentido desde el punto de vista del mencionado análisis de Ayotte y Yun (2009), quienes argumentan que, cuando el sistema judicial y concursal es poco eficaz y la ley concursal protege a los deudores, las partes intentan evitar el concurso. Si aceptamos que la eficacia de ambos sistemas en España es escasa y que nuestra ley protege a los deudores ex post²², resulta más lógico que las partes eviten los procesos concursales.

En este sentido, pudiera resultar contraintuitivo que un conjunto de reglas tan supuestamente favorables al deudor ocasione una tasa de supervivencia empresarial tan baja (como recoge el apartado 3.2.2, no sólo se alcanzan pocos convenios, sino que incluso la mayoría de las empresas concursadas que alcanzan un convenio cierra al cabo de unos pocos años). La paradoja es sólo aparente y se produce cuando entran en colisión dos tipos muy diferentes de “supervivencia” empresarial, viable e inviable: lo que nuestro sistema parece conseguir es alargar la agonía de muchas empresas inviables, lo que supuestamente beneficia a aquellos participantes que promueven su continuidad, pero lo suele hacer en condiciones precarias, como zombis empresariales condenados al cierre al cabo de unos pocos años.

Cabe también interpretar en esa línea el que las partes adopten ciertas cautelas contractuales para hacer la intervención judicial especialmente ineficiente y costosa. Una de ellas sería, por ejemplo, la denostada, pero poco explicada costumbre de formalizar hipotecas subordinadas sobre el mismo activo (Veiga Copo, 2017, pp. 1351-67) que, por carecer en apariencia de valor económico, parecen tener fines instrumentales. Dentro de esta interpretación, tales hipotecas no sólo podrían servir para excluir a su titular de posibles quitas y demoras, sino que vendrían a reforzar el poder negociador de su titular de cara tanto a soluciones preconcursales como concursales. Por ejemplo, cuando el preámbulo de la Ley 9/2015 se refiere a que “muchas veces el reconocimiento de privilegios carentes de fundamento venía a ser el obstáculo principal de los acuerdos preconcursales” podría estar negando una de las funciones primordiales de unos privilegios que —conviene recordar— han sido *libre y habitualmente* contratados por las partes. El que las partes no dispusieran su caducidad tras decaer la expectativa de cobro parece indicar que su deseo era, precisamente, el de mantenerlos vigentes en semejante coyuntura.

que el convenio; y el que no respete con rigor la regla de prioridad absoluta, según la cual los accionistas no pueden obtener ningún interés en la empresa sin el consentimiento de los acreedores o sin que éstos hayan cobrado la totalidad de sus créditos.

²² Obviamente, la protección ex post no significa ningún beneficio ex ante, en la medida en que los supuestos beneficios obtenibles en determinadas situaciones a posteriori tenderán a ser descontados a priori por los demás participantes en la empresa. En este sentido, nuestro derecho concursal acaba resultando contrario al interés tanto de los acreedores como de los deudores (Gurrea, 2016, pp. 26-13).

**Cuadro 2. Marco regulatorio de los procesos concursales en diversos países
(año 2019, salvo indicación en contrario)**

<i>Atributos considerados</i>	<i>España 2003</i>	<i>España 2019</i>	<i>Media UE4^a</i>	<i>Francia</i>	<i>Alema- nia</i>	<i>Italia</i>	<i>Reino Unido</i>
Índice de apertura de los procedimientos de insolvencia [1]	2	3	3	3	3	3	3
Procedimientos disponibles al deudor (liquidación, 0,5; reorganización, 0,5) [1.1]	1	1	1	1	1	1	1
Procedimientos disponibles al acreedor (liquidación, 0,5; reorganización, 0,5) [1.2]	0,5	1	1	1	1	1	1
Criterios utilizados para iniciar los procedimientos de insolvencia (liquidez, balance), (0; 0,5; 1)		1	1	1	1	1	1
Índice de administración de los bienes del deudor [2]	2	6	5,625	6	6	5,5	5
Se permite que el deudor continúe cumpliendo contratos esenciales para su supervivencia (sí = 1)		1	0,75	1	1	1	0
Se permite que el deudor rescinda contratos excesivamente onerosos (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Se permite que se puedan anular transacciones anteriores que dan preferencia a algún acreedor (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Se permite anular transacciones anteriores infravaloradas (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Se permite que el deudor obtenga financiación una vez iniciado el concurso (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Se permite otorgar prioridad a los créditos posteriores al inicio del concurso (sí = 1)		1	0,875	1	1	0,5	1
Índice de los procedimientos de reorganización [3]	1	2	2	1	3	3	1
Sólo votan el plan de reorganización los acreedores afectados (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Los disidentes han de percibir al menos lo que percibirían en una liquidación (sí = 1)		0	0,5	0	1	1	0
Se divide a los acreedores en clases homogéneas que votan por separado y reciben el mismo trato (sí = 1)		1	0,5	0	1	1	0
Índice de participación de los acreedores [4]	0	1	2	1	3	2	2
Los acreedores han de aprobar el nombramiento del administrador concursal (sí = 1)		0	0,75	0	1	1	1
Los acreedores han de aprobar las ventas de activos relevantes (sí = 1)		0	0,25	0	1	0	0
Cada acreedor puede acceder a la información financiera del deudor (sí = 1)		0	0	0	0	0	0
Cada acreedor individual puede objetar las decisiones del juez y el administrador sobre todos los créditos (sí = 1)		1	1	1	1	1	1
Índice de calidad del marco normativo, según <i>Doing Business</i> [6]							
[6] = [1] + [2] + [3] + [4]	5	12	12,625	11	15	13,5	11
Índice prodeudor del derecho concursal, elaboración propia [5]							
[5] = [1.1] - [1.2] + [2] - [3] - [4]	1,5^b	3	1,625	4	0	0,5	2

Notas: ^a Promedio de los otros cuatro países europeos (sin España). ^b Cálculo propio, pues *Doing Business* no desglosa (1.1) y (1.2) para ese año 2003, cifras que podrían contradecir la valoración que implícitamente resulta para *Doing Business* en la fila (1.3). Véase la nota 16 para mayor detalle sobre estos atributos. Para cada país, los dígitos indican la presencia total (los unos) o parcial (las fracciones), así como la ausencia (los ceros) de la correspondiente regla. El “Índice prodeudor” es el resultado de sumar las reglas que favorecen a los deudores y restar las que favorecen a los acreedores.

Fuente: Elaboración propia con datos del indicador “Resolving insolvency” del informe *Doing Business 2020* (World Bank, 2019), salvo los de la columna “España, 2003”, procedentes del fichero de datos históricos de *Doing Business*.

Desde esta perspectiva, podría haber constituido un error —complementario de otros cambios legales introducidos a favor de los deudores— la política legislativa dirigida a mermar la eficacia instrumental de tales derechos reales para facilitar que los deudores en dificultades alcancen acuerdos de refinanciación y convenios concursales, así como que puedan enajenar como unidad de negocio todo o parte de la empresa en crisis (regímenes modificados por los RDL 4/2014 y 11/2014 y consagrados por las Leyes 17/2014 y 9/2015). Comprende esta política la limitación del privilegio de los créditos garantizados mediante la determinación normativa del “valor razonable” de los activos en garantía y la fijación enteramente arbitraria del “valor de la garantía” como nueve décimos del anterior, así como su subrogación sin consentimiento en las enajenaciones como unidad de negocio. Sin perjuicio de que, al precio de incurrir en la consiguiente redistribución, pueda haberse resuelto —o, más bien, aplazado— el problema ex post de algunos de los deudores afectados, los efectos en la contratación futura de todas las empresas podrían haber sido perjudiciales.

Ciertamente, en este terreno son también plausibles, no obstante, otras interpretaciones, tanto a la hora de entender a qué lógica —de raíz tanto privada como pública— responde la contratación de estas garantías subordinadas como a la de evaluar los posibles efectos de las reformas. Por un lado, cabe la posibilidad de que su contratación obedeciese a la presencia de fallos en la capacidad de los contratantes para considerar los efectos de estas cautelas y privilegios a largo plazo. Podría darse ese caso, sobre todo, cuando una empresa de gran tamaño contrata de forma sucesiva con numerosos acreedores que disponen cláusulas diferentes, cuya interacción suele acabar resultando harto compleja. Pese a tratarse de profesionales, pueden, además, estar incentivados para decidir sobre la base de horizontes temporales excesivamente cortos. Por otro lado, es también probable que influya el régimen de regulación bancaria, que a menudo define las exigencias de provisiones con base en criterios legales, como es la existencia de una garantía real, sin atender a su eficacia y valor económico. En la medida en que este último sea el origen del fenómeno, la solución más adecuada podría haber consistido en modificar la regulación prudencial de la banca y no el tratamiento de las garantías en el derecho concursal. Por último, en la medida en que, tras las reformas de 2014, el régimen de los acuerdos de refinanciación da más protagonismo a los propios acreedores, no exige la presencia de experto independiente y limita el papel del juez, cabe también pensar que son ahora menos necesarias las cautelas contractuales supuestamente dirigidas a evitar la intervención judicial y concursal.

4.3. El sesgo hacia la continuidad de la empresa: el concurso como liquidación aplazada

Numerosas reformas en respuesta a la crisis económica, sobre todo las introducidas por la Ley 38/2011 y los RDL 4/2014 y 11/2014 (significativamente impulsados por el Ministerio de Economía y Competitividad²³), estuvieron orientadas a favorecer la continuidad de las empresas en dificultades, para lo cual, entre otras medidas, facilitaron la venta de la empresa o de sus partes como unidad de negocio y redujeron los requisitos

²³ Tiene cierta lógica este protagonismo del Ministerio de Economía en la promoción de estas reformas si los expertos ligados a este Ministerio dan prioridad a reducir el desempleo en el corto plazo y están menos preocupados o son menos conscientes que los del Ministerio de Justicia por la aparición de posibles efectos negativos a largo plazo.

de los convenios, tanto concursales como preconcursales (acuerdos de refinanciación y reestructuración)²⁴.

Este sesgo continuista pesa negativamente sobre un conjunto de reformas que, en otros aspectos, ha avanzado en la dirección correcta, que es, de acuerdo con el análisis que venimos desarrollando, la de reforzar las posibilidades de negociación; reducir el papel y la discrecionalidad de jueces y administradores concursales; condicionar la de otros expertos a la voluntad de las partes; y, sobre todo, animar un mayor protagonismo de los acreedores en decisiones esenciales como el cese de administradores y la venta de unidades de negocio, un protagonismo imprescindible para asegurar la financiación futura y lograr así una continuidad sostenible.

En cuanto a la continuidad, el propósito declarado de estas normas es benevolente. Como señalaba el preámbulo de la Ley 17/2014,

Con frecuencia, empresas realmente viables desde un punto de vista operativo (es decir susceptibles de generar beneficios en su negocio ordinario) se han tornado en inviables desde un punto de vista financiero. Ante esta situación existen dos alternativas: o bien liquidar la empresa en su conjunto, o bien sanearla desde un punto de vista financiero, con el fin de que la deuda remanente sea soportable, permitiendo así que la empresa siga atendiendo sus compromisos en el tráfico económico, generando riqueza y creando puestos de trabajo. *Parece evidente que la segunda alternativa es preferible a la primera*, siendo en consecuencia obligación de los poderes públicos adoptar medidas favorecedoras del alivio de carga financiera o ‘desapalancamiento’ (énfasis añadido).

Por desgracia, no hay nada “evidente” en este terreno de la supervivencia empresarial. De entrada, los propios sujetos son equívocos: cuando el legislador habla de “empresas realmente viables” da por supuesto esa “realidad” pero se olvida de decirnos a juicio de quién y en función de qué criterios, pues lo de “susceptibles de generar beneficios en su negocio ordinario” no pasa de ser la exposición de un deseo. Por el contrario, el que esas empresas en dificultades sufran un déficit de tesorería es un indicador incompleto pero sólido, y no una mera opinión complaciente. Todo ello es, si cabe, más problemático en la medida en que, como parece probable, las concursadas españolas sean en promedio menos viables que sus equivalentes foráneas, como sugieren los números que he comentado anteriormente.

Alternativamente, cabe entender este tipo de medidas como una manifestación del cortoplacismo del legislador económico, el cual le llevaría a adoptar reglas dotadas de cierto grado de retroactividad económica y, por tanto, dotadas de efectos redistributivos:

²⁴ La Ley 38/2011 flexibiliza los convenios, reduciendo las mayorías requeridas y permitiendo imponerlos a ciertos acreedores privilegiados, además de facilitar la venta como unidad de negocio. El RDL 4/2014 facilita los acuerdos de refinanciación con una batería de medidas, desde paralizar las ejecuciones sobre bienes necesarios para la actividad empresarial por la mera comunicación al juzgado del inicio de negociaciones a reducir los requisitos para impedir la rescisión del acuerdo, incluir en éste, amén de quitas y esperas, capitalizaciones de deuda y daciones en pago, e imponerlo más fácilmente a los acreedores disidentes y con garantía real. (Se diluyen los derechos reales de garantía con la pretensión de “acomodar el privilegio jurídico a la realidad económica subyacente”). El RDL 11/2014 aplica principios similares a los convenios y flexibiliza la venta de empresas y ramas como unidad de negocio. Se ha estimado que las reformas legales introducidas en 2001 y 2014 incrementaron la probabilidad de algún tipo de acuerdo o convenio en el cinco y seis por cien, respectivamente (García-Posada y Vegas, 2018). Es debatible si las causas de estos aumentos son las que argumentan estos autores (cambios en el nombramiento de administradores y menor coste de quiebra asociado a la menor duración de los concursos) o, más simplemente, la reducción de requisitos y la dilución legislativa de los bloqueos hipotecarios que tradicionalmente solían contratar los participantes.

en la medida en que las nuevas reglas hayan sido imprevistas, las partes pactaron una retribución equilibrada que las nuevas reglas vienen a desequilibrar a favor de algunas de ellas y a costa de las demás. El legislador conseguiría así favorecer brevemente la continuidad a costa de contribuyentes y acreedores, y en beneficio de los deudores (incluyendo como tales, según los casos, a un número más o menos amplio de los *stakeholders* o participantes en la empresa). A menudo, conviene al legislador dar continuidad a las empresas que experimentan dificultades en un presente del cual los votantes, por su calidad de gobernante, tienden a hacerle responsable. Para ello, el legislador está tentado a modificar retroactivamente las condiciones de resolución de los contratos financieros vigentes (contratados bajo las reglas concursales antiguas), aunque con ello empeoren, como apuntan algunos indicios empíricos²⁵, las posibilidades contractuales de todas las empresas, un efecto menos visible y del cual nadie le hace responsable.

Convendría, en suma, desmitificar la propia idea de que la continuidad empresarial es necesariamente benéfica, pues a menudo no lo es. Como muchos otros fenómenos empresariales, puede beneficiar a unos participantes a costa de otros, y entraña costes que a menudo exceden las posibles ganancias, y suele originar efectos externos, pero tanto de signo positivo como negativo. Repasemos a continuación diversos elementos de juicio sobre cada uno de estos factores.

¿A quién beneficia la continuidad? En términos generales, la continuidad beneficia a aquellos participantes en la empresa que más han invertido en activos específicos, activos que perderían buena parte de su valor si la empresa desaparece. Se trata, fundamentalmente, de sus directivos y empleados, así como, en grado más variable, de sus proveedores y clientes. Por el contrario, es de esperar que los acreedores financieros tengan poco que ganar, pues las perspectivas de cobro suelen ser ficticias; suelen verse condicionados para capitalizar parte de la deuda cuando no para aportar fondos adicionales; y, en todo caso, su inversión en activos específicos suele ser escasa y a menudo se limita a posibles efectos sobre sus relaciones institucionales, incluyendo su compromiso reputacional con la correspondiente comunidad en la que está asentada la empresa.

Al valorar si un participante en la empresa experimenta pérdidas o beneficios, podemos atender a diversos criterios, pero ninguno está exento de dificultades. La primera de ellas es la de definir la base de comparación. Así, en la medida en que comparemos la retribución de los participantes en la empresa con la que obtienen en la liquidación, muchos de ellos suelen resultar beneficiados con toda solución continuista. El aplazamiento de la liquidación suele entregar incluso una opción valiosa al accionista y aún más al directivo, quien suele seguir siendo retribuido por la parte “específica” de su capital humano.

²⁵ Por ejemplo, las reformas de 2009 y 2011, que fueron reforzadas por las de 2014, se inscriben dentro de las emprendidas por siete países europeos entre 2009 y 2014 con el fin de evitar la liquidación y favorecer la reestructuración de empresas en crisis, y cuyo impacto ha sido estimado por Closset et al. (2021), quienes concluyen que dichas reformas elevaron el coste de la deuda de las grandes empresas en 50 puntos básicos, lo que representa un 13% de su coste medio, con un incremento de unos 90 puntos básicos en las empresas en peor situación financiera. Este efecto parece confirmar que las reformas mejoraron la posición ex post de los deudores frente a los acreedores, aumentando el riesgo de la deuda y por tanto el tipo de interés ex ante.

En puridad, para hablar de pérdida o ganancia en sentido económico habría que aplicar una hipótesis contrafactual y situarse en el ex ante contractual (esto es, en el momento en que se contrata la deuda). A menudo, la clave del problema es, como en todo contrato, el cambio que se produce en los incentivos con el transcurso del tiempo, cambio que lleva a la misma parte a defender la eficiencia ex ante y la redistribución ex post. Por ejemplo, accionistas y directivos pueden estar de acuerdo ex ante en que ex post conviene liquidar o al menos sustituir rápidamente a los accionistas de control y a los directivos; sin embargo, es probable que, a posteriori, ambos renieguen de ese pacto y luchen por mantener el control de la compañía tras entrar ésta en crisis.

Por otro lado, incluso situaciones aparentes de pérdida, al menos a posteriori, como es el desapoderamiento total del accionista en la venta de la empresa, tropieza en el mundo real con la posibilidad de prácticas fraudulentas de compra mediante testaferros, un riesgo que probablemente es más común y difícil de evitar para empresas medianas y pequeñas.

Por último, si tomamos como criterio e indicador de los beneficios del concurso respecto a sus alternativas quién inicia voluntariamente el procedimiento, observamos que la mayoría de los concursos (95,68% en 2013, 94,2% en 2019) son iniciados por los deudores (van Hemmen, 2020, p. 16)²⁶. Además, si bien la minoría de los iniciados por acreedores corresponde a sociedades de mayor tamaño y presentan tradicionalmente mejores ratios de viabilidad, tan sólo entre el 2 y 4%, según en qué año, acaban en convenio (van Hemmen, 2020, pp. 38 y 51). Como a la hora de iniciar el concurso difieren tanto la información disponible a deudor y acreedor como sus posibles responsabilidades, quizá lo más relevante es el hecho de que los deudores también iniciaban la gran mayoría de procedimientos concursales bajo la legislación anterior a 2003, pero en un porcentaje ligeramente inferior, que en los años ochenta del pasado siglo se situaba entre el 85 y el 90% (Cabrillo, 1987, p. 28).

¿Continuidad en perjuicio de los acreedores? En este tipo de reforma legal a favor de la continuidad de la empresa suele argumentarse que la reestructuración de derechos de los acreedores se hace en su beneficio. Como señala, por ejemplo, el preámbulo de la Ley 17/2014, “[s]e trata en definitiva de favorecer también para ellos [los acreedores] que una expectativa incierta de cobro de una cantidad elevada (en términos de capacidad de pago del deudor) se torne en una certeza razonable de cobro de una cantidad más reducida o sujeta a una mayor espera”. Más allá de la retórica oficial, el beneficio de esos cambios para los acreedores está, sin embargo, muy poco claro.

Ciertamente, la necesidad de que una mayoría de acreedores esté de acuerdo ex post (al acreedor disidente sólo le puede “arrastrar” una mayoría de sus pares) proporciona una cautela, pero no está exenta de problemas, tanto teóricos como empíricos. En el plano teórico, la decisión ex post no se corresponde necesariamente con la decisión ex ante. Por tanto, es cuando menos dudoso que proceda introducir cambios normativos que apliquen con efectos retroactivos reglas de decisión que diluyan las mayorías requeridas para aprobar acuerdos de refinanciación o convenios concursales.

²⁶ La cifra del 95% es similar a la observada en los Estados Unidos para grandes empresas que inician procedimientos de reorganización acogiéndose al capítulo 11 del código de quiebras (Gennaioli y Ross, 2010, p. 4079).

En el plano empírico, puesto que la calidad de esa decisión mayoritaria (en esencia, el que decidan a favor de la continuidad sólo cuando creen que conviene al interés de los acreedores) depende de las concretas circunstancias en que se conforme esa mayoría, lo que abre la posibilidad de que surjan distorsiones. En las empresas de menor tamaño, estas distorsiones pueden deberse a fraudes (mediante, por ejemplo, pagos encubiertos y personas relacionadas), mientras que en las empresas más grandes el principal riesgo reside en la influencia política. Ésta se produce tanto de forma directa como indirecta. De forma directa, por las decisiones que puedan tomar los bancos de propiedad pública, las agencias públicas de financiación como el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y sus imitaciones autonómicas, la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) o los paquetes específicos de rescate creados para circunstancias de crisis. Asimismo, de forma indirecta y encubierta, mediante la presión sobre los acreedores privados, como ilustra el abuso ocasional de la regulación prudencial de los intermediarios financieros²⁷. En este sentido, conviene recordar que, al juzgar una norma, no podemos desentendernos de las circunstancias reales en que se ha de aplicar, y las de España no son precisamente alentadoras en cuanto a la neutralidad e independencia que deberían idealmente exhibir los poderes públicos en este tipo de casos²⁸.

Atribución de responsabilidades. Adicionalmente, los cambios legales a favor de la continuidad, sobre todo cuando entrañan efectos económicos retroactivos, atribuyen mal las responsabilidades en la medida en que algunos de los participantes que más se benefician de la continuidad de la empresa suelen haber contribuido a causar las dificultades que ésta atraviesa. La casuística en este sentido es también muy variada e incluye como responsables, según los casos, desde los fundadores, directivos y accionistas a aquellos de sus actuales trabajadores que hayan podido obtener rentas salariales en exceso del valor de su productividad.

Si buscamos el auxilio de la teoría en esta materia, nos encontramos con que se suele considerar que el problema central de la quiebra es conjugar dos objetivos a menudo contradictorios: los de maximizar el valor de la empresa a posteriori y proporcionar buenos incentivos a priori. Se afirma, por ejemplo, que

existe consenso entre profesionales y académicos en cuanto a los (dos) objetivos básicos que debe cumplir un buen procedimiento de quiebra. En primer lugar... debe maximizar el valor ex post de la empresa, con una distribución *adecuada* de este valor entre los afectados, una que respete la prioridad de los derechos de las diversas clases de acreedores. En segundo lugar... debe penalizar a la dirección de la empresa en quiebra para proporcionar ex ante incentivos adecuados, tales que la empresa utilice bien sus activos. Un procedimiento de quiebra que sea demasiado suave con la dirección no preservaría el papel disciplinario (ex ante) de la deuda (Aghion, 1998, p. 145. Se expresa en términos similares, Hart, 1995, p. 159).

²⁷ El tratamiento de las provisiones bancarias se ha dirigido en ocasiones a animar a los bancos a aceptar refinanciaciones mediante la conversión de su deuda en acciones, aprovechando la situación de bancos que también se encontraban en dificultades. Por ejemplo, se señaló en su día cómo la compra del Banco Popular por el Santander pudo haber dificultado algunas operaciones de refinanciación en marcha por razón de que el Popular, entonces en dificultades, se habría mostrado más flexible (Ortín, 2017).

²⁸ Véase una crítica al fondo de rescate de empresas “estratégicas” creado en julio de 2020 en Arruñada (2020a), así como ejemplos concretos de su difícil aplicación en Ortín (2020c).

Conviene observar que esta descripción atribuye todo el protagonismo y, por tanto, toda la responsabilidad ex ante, a “la dirección”, pero al hacerlo presupone un cierto tipo de empresa, con dos características que se corresponden sustancialmente con la gran corporación estadounidense. Por un lado, se trataría de una gran compañía por acciones con plena separación de la propiedad —dispersa entre muchos accionistas— y el control —en manos éste de directivos con, relativamente, poco capital—. Por otro lado, en esa dirección empresarial no representan papel alguno otros participantes, incluidos los representantes de los trabajadores.

La primera característica no nos resulta del todo ajena en España, pues en nuestras grandes empresas también existe separación de propiedad y control. La segunda característica sí constituye una diferencia notable, pues, como consecuencia del derecho laboral español, es obligatoria una mayor participación laboral en la dirección de la empresa, participación que se materializa no sólo de forma explícita, vía representación sindical, sino, sobre todo, implícita, mediante las restricciones sobre el despido y muchos otros aspectos obligatorios de las relaciones laborales.

Esta mayor intervención de los empleados a la hora de determinar el curso de la empresa entraña consecuencias notables en materia concursal. Por un lado, aleja de la realidad los análisis que, a menudo sin decirlo, atribuyen toda la responsabilidad ex ante a los directivos (junto con los accionistas en empresas sin separación de propiedad y control) y ninguna a los empleados. En particular, convierte en ingenua la pretensión, que a veces se formula como un ideal, de trasplantar a un país como España un régimen concursal que favorezca la continuidad como hace el *Chapter 11* estadounidense. Olvida esta pretensión que, en Estados Unidos, tanto la intervención explícita (sindical) como implícita (despido indemnizado) de los trabajadores en la empresa no es desconocida, pero sí rara y, lo que es más importante, es fruto de la libre contratación y no de un mandato legal, lo que ya de por sí proporciona cierto grado de responsabilización. En nuestro caso, la atribución legal a los trabajadores de derechos a decidir ex ante requeriría mecanismos compensatorios de mayor responsabilidad en las decisiones ex post. No parece, sin embargo, que el tratamiento legal en este punto opere en esa dirección, como revelan el privilegio de los créditos laborales, las reglas introducidas en 2014 en materia de sucesión del adquirente en los contratos laborales tras la venta de la unidad productiva (Cano, 2020) o la discusión que suscitó el proyecto de Ley Concursal de 2003, cuya versión final mantuvo muchas de las funciones de los Jueces de los Social (García-Perrote, 2003), la mayoría de las cuales aún conservan hoy en día (Cano, 2020), pero no la tradicional “ejecución separada” de la jurisdicción social, que prácticamente ignoraba el concurso de acreedores.

En la práctica, la atribución de responsabilidades suele descartarse de plano en toda situación general de crisis con un argumento que no por engañoso resulta menos eficaz en términos de opinión pública. Consiste en proclamar la media verdad de que la crisis no se podía prever y es puramente exógena, con lo cual parece fuera de lugar la pretensión de atribuir responsabilidades y, en el límite, si se es consecuente, lo que procede es asegurar la continuidad de todas las empresas. La media mentira en ese argumento es que, aunque una crisis general (por ejemplo, la incidencia de la pandemia causada por el COVID-19) sea imprevista y las empresas no tengan responsabilidad alguna en su aparición, lo que debemos preguntarnos es si conviene o no responsabilizar a las empresas e individuos por haber sido más o menos precavidos ante las consecuencias que comporta una crisis semejante. Las distorsiones que producen algunas de las políticas adoptadas en relación con el COVID-19 ilustran bien la

incongruencia de una política de aseguramiento político que, al tratar peor a aquellas empresas que habían demostrado ser más prudentes (por ejemplo, los empresarios de hostelería con locales en propiedad, a menudo adquiridos a crédito, frente a los alquilados), podría estar premiando la excesiva asunción de riesgos y enviando por tanto señales erróneas.

Externalidades positivas... y negativas. El análisis de la continuidad de empresas en dificultades también suele dar por supuesto que la continuidad genera sustanciales externalidades positivas, tanto en la región donde están ubicadas sus instalaciones como a sus proveedores y clientes. Sin embargo, suelen despreciarse dos tipos de externalidades negativas que pueden ser igual o más importantes. Por un lado, las que se producen cuando se pervierte la atribución de responsabilidades: si la continuidad favorece a aquellos participantes que, en su lucha por apropiarse de rentas, han causado la quiebra, hace más probable que otras empresas sigan el mismo camino.

Por otro lado, se suele marginar la distorsión de la competencia que se origina cuando, para que la empresa en dificultades sobreviva, se modifican a su favor las reglas de juego, lo que perjudica a sus competidores. Por ejemplo, la supervivencia subvencionada de las cajas de ahorros —la mayoría de las cuales se encontraba en quiebra— ha perjudicado notablemente a los bancos que, en caso de haber cerrado aquéllas, hubieran incrementado tanto su cuota de mercado como el valor de sus activos. De modo similar, cuando esto se escribe, en plena crisis del COVID-19, empiezan a proliferar a escala europea programas de rescate de empresas (por ejemplo, de las aerolíneas “de bandera” e incluso, entre nosotros, de alguna que no lo es, como Air Europa). Esta continuidad apoyada en favores públicos, ya sean explícitos o encubiertos, perjudica en gran medida la “destrucción creativa” *schumpeteriana* que es el motor esencial de la innovación y la competitividad. Nótese, en este sentido, que es de esperar que ese proceso de destrucción creativa merezca entre nosotros una valoración negativa, en línea con la aversión a la competencia que ponen de manifiesto nuestras encuestas de valores (Arruñada, 2020b).

En este terreno de los efectos externos debe encuadrarse también el asunto clave de la “conservación” del empleo. Sin discutir ahora sus posibles externalidades positivas, debemos considerar que el derecho concursal es una herramienta poco idónea debido a que la supervivencia de empresas no rentables también genera graves externalidades negativas: por un lado, ex post, perjudica la competencia; por otro, ex ante, daña los incentivos de todas las empresas. Máxime cuando se dispone de herramientas alternativas, de derecho público, para atacar el desempleo. Como señalaba Oliver Hart, “si existen efectos externos, se necesita una intervención pública, pero el derecho concursal es un mal instrumento para manejarlos. Es mejor disponer un subsidio general a la contratación laboral para salvar empleos que no distorsionar el procedimiento concursal para salvar malas empresas” (Hart, 1995, p. 159, n. 6). Una vez más, tropezamos aquí en el error de utilizar el derecho privado para resolver problemas que sería mejor abordar con herramientas de derecho público.

4.4. Dilución de efectos reales y retroactividad económica en las reformas concursales

Como pauta general, estas reformas del derecho concursal han sustituido la aplicación de lo que en efecto venían a ser reglas de unanimidad por reglas de mayoría,

ya sea de acreedores o de clases de acreedores, para decidir un buen número de cuestiones esenciales sobre la evolución de la empresa. Ello equivale a sustituir el uso de reglas de “propiedad” por reglas de “responsabilidad” (Calabresi y Melamed, 1972; Epstein, 1997). Para la contratación futura, vienen a dificultar que las partes puedan libremente pactar y atribuirse ex ante el derecho a forzar la liquidación ex post, impidiéndoles limitar contractualmente su futuro uso del propio procedimiento concursal. A su vez, en la medida en que las modificaciones legislativas tengan efectos económicos retroactivos sobre contratos vigentes, pueden entrañar consecuencias no sólo de eficiencia (por ejemplo, pueden facilitar un acuerdo de viabilidad) sino también redistributivas, al modificar su poder negociador (beneficiando así a unos participantes más que a otros o incluso, de hecho, a costa de otros).

Como en otros ámbitos del derecho, también en el ámbito concursal la seguridad jurídica requiere que las reglas sean conocidas de antemano a la hora de contratar, lo que desaconseja que sean retroactivas. Sin embargo, también puede ser necesario que la ley proporcione cierto grado de adaptación eficiente a nuevas circunstancias que pueden emerger sorpresivamente en la actividad económica y empresarial. Se plantea así un complejo *tradeoff* entre seguridad y adaptación, pues las modificaciones de la Ley Concursal se suelen aplicar a contratos que, cuando sus contratantes los suscribieron, esperaban que estuvieran sujetos al procedimiento concursal vigente en aquel momento. Sucede así porque, generalmente, los procedimientos concursales ya iniciados se rigen por la ley anterior (e.g., D.T. 1.ª de la Ley 22/2003); pero no aquellos aún no iniciados y relativos a sociedades que se han constituido y, lo que es más importante, financiado cuando aún estaba vigente la ley concursal previa. Además, en España, algunos de estos contratos pueden incluso ser rescindidos en virtud de disposiciones de la Ley Concursal que no estaban vigentes cuando dichos contratos se firmaron²⁹.

Muchos de estos cambios tienen efectos económicos retroactivos, pues no sólo actúan sobre contratos societarios y de crédito que se firmaron cuando estaba vigente otra legislación concursal, sino que tales cambios difícilmente podían haber sido previstos por las partes. Ciertamente, se puede pensar que sí era previsible que la Ley Concursal se modificase, sobre todo si los cambios fueran claramente eficientes. Pero esta previsibilidad resulta difícil de creer tratándose de cambios tan numerosos, radicales y a menudo discutibles como fueron los que introducen nuestros jueces y legisladores para interpretar y modificar la Ley Concursal de 2003 tras la crisis económica de 2008.

De hecho, abundan los indicios coherentes con esta imprevisibilidad. Por un lado, dada su naturaleza, una ley concursal debiera tener un plazo de carencia muy largo, pero, siguiendo la tradición³⁰, a menudo se ha legislado de urgencia, para dar salida a

²⁹ Por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo (sala 1.ª) de 16 de septiembre de 2010 aplicó de forma retroactiva el régimen de reintegración concursal del artículo 71.1 de la Ley Concursal entonces vigente a una amortización de préstamo hipotecario realizada antes de que dicha Ley hubiera entrado en vigor. La operación se había producido antes de entrar en vigor la Ley pero se hallaba dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso establecidos como plazo para ejercer acciones de reintegración.

³⁰ La antigua Ley de suspensión de pagos de 1922, la llamada “Ley Cambó”, fue promulgada de modo similar para evitar la quiebra al Banco de Barcelona, pues le permitió acogerse a la nueva ley, que, a diferencia del antiguo Código de Comercio, admitía la suspensión de pagos aun en caso de insolvencia definitiva y siempre que se alcanzase un convenio con los acreedores.

situaciones empresariales críticas. En ocasiones, se ha interpretado que ciertos cambios legales e interpretativos incluso se han introducido como respuesta a la especial situación de algunas empresas de gran tamaño, como pueden haber sido algunas decisiones judiciales sobre Abengoa (Ortín, 2016) o CELSA (Manzanares, 2020); o al deseo de evitar el *fórum shopping* (las modificaciones del régimen de los acuerdos de refinanciación respondían a la fuga de refinanciaciones hacia el Reino Unido para acogerse al paraguas del *scheme of arrangement*)³¹. Por último, tampoco eran fáciles de prever los cambios que redundan en una orientación hacia la continuidad de la empresa y a favor de los deudores, los cuales paso a analizar.

4.5. El motor político de las excepciones

También en el terreno concursal, las excepciones legales son consistentes con la hipótesis redistributiva, en la medida en que tanto las reglas tradicionales como los cambios legislativos más recientes proporcionan un trato favorable a aquellos participantes con mayor poder político y mejor informados sobre los beneficios que el propio cambio les reporta a ellos mismos, aun a costa de futuros contratos de la misma clase.

El análisis es directamente aplicable a aquellos acreedores más privilegiados, como son los titulares de créditos laborales y públicos. Su interés en reglas eficientes puede ser escaso o contradictorio, con diferencias notables según el plazo temporal. Por ejemplo, el interés de los trabajadores actuales (muy protegido por las leyes) no concuerda con el de los potenciales trabajadores futuros (que, como consecuencia, siguen condenados a sufrir una alta tasa de desempleo estructural). El de las unidades de recaudación de la Hacienda pública o de la Seguridad Social tampoco concuerda con el de los departamentos encargados de promover la actividad empresarial, que se sitúa posiblemente más en línea con el interés público.

Lógicamente, la visibilidad de los costes y beneficios y el número de afectados son variables influyentes en el cálculo político, y la concesión de privilegios a ciertos créditos parece ser consistente con las asimetrías informativas acerca de los costes y beneficios que ocasionan. Por ejemplo, el beneficio del privilegio que disfruta el crédito público es obvio y concentrado, en la medida en que facilita la tarea de recaudación del

³¹ El propio Texto Refundido de la Ley Concursal menciona cómo “comenzaron a apreciarse síntomas de la ‘huida de la Ley Concursal’. En efecto, algunas importantes sociedades españolas en situación de crisis, en lugar de solicitar el concurso por razón de una insolvencia real o inminente, acudían, siempre que era posible, a foros extranjeros, con buenos resultados, para beneficiarse de soluciones de las que carecía la legislación española”. Se ha argumentado que estas fugas debían evitarse porque “en la búsqueda de puntos de conexión determinantes de la competencia de los órganos jurisdiccionales anglosajones puede forzarse el traslado de ‘filiales’ o establecimientos desde España a Reino Unido con el impacto que ello puede tener en el marco de ‘grandes refinanciaciones’ sobre el mantenimiento del empleo y el consiguiente impacto de estas ‘fugas’ sobre los despachos jurídicos españoles, al situar en ocasiones la ‘conexión suficiente’ en el lugar y normativa reguladora de la celebración del contrato refinanciador” (Pulgar, 2011, p. 34, énfasis añadido). En sentido contrario, este *fórum shopping* puede verse, más bien, en línea con Ayotte y Yun (2009), como una sana competencia entre instituciones. La evidencia de los Estados Unidos, donde los concursos importantes suelen presentarse en Delaware o en el distrito sur de Nueva York, apoya el que este tipo de especialización institucional no tiene finalidad extractiva sino eficiente, por ofrecer resultados más predecibles (Ellias, 2018).

correspondiente departamento administrativo³². En cambio, su coste es mucho menos obvio y más disperso. Aparte de su mero efecto redistributivo dentro de los participantes en las empresas afectadas, lo grave es que probablemente aumenta la asimetría informativa que padece el resto de los acreedores y, en esa medida, vendría a aumentar el riesgo de impago de los demás créditos. Cuando una empresa en dificultades deja de pagar impuestos y cargas sociales, las autoridades responsables no suelen tomar medidas, de modo que la correspondiente deuda privilegiada permanece oculta a los nuevos acreedores potenciales. No es de extrañar que sean esas deudas las que los deudores en dificultades dejar de pagar en primer lugar, lo cual probablemente agrava la selección adversa que sufren muchas otras empresas en el mercado de crédito, quizá con la excepción de aquellos bancos que, por tener una relación más estrecha con la empresa morosa, puedan percatarse de su retraso en el pago de impuestos y cargas sociales, estando así en condiciones de tomar medidas preventivas.

De confirmarse este efecto, el privilegio estaría perjudicando la competencia que ejerce el crédito comercial sobre el financiero, lo que haría aconsejable que, de mantener el privilegio, se supeditara al menos a la publicidad inmediata del volumen de deuda impagada, ampliando así lo establecido sobre “alertas tempranas” en la Directiva 2019/1023 (letra [a] del artículo 3), un poco a la manera en que convendría supeditar el privilegio de que goza la Hacienda pública respecto a los impuestos impagados sobre la propiedad inmueble, cuyo tratamiento como derechos reales convendría condicionar a su inscripción registral, para así eliminar la asimetría informativa que padecen los compradores potenciales de inmuebles³³.

Por su parte, la consideración del número de afectados puede haber estado detrás del régimen especial establecido para las “empresas de especial trascendencia para la economía” en la Ley Concursal de 2003, contrario a los acreedores en cuanto a que permitía establecer en el convenio una quita superior al 50% o una espera de más de

³² En contra de lo que establece la directiva, el Anteproyecto no sólo no reduce los privilegios del crédito público, sino que incluso los potencia: e.g., los artículos 691 bis y ter excluyen las quitas y esperas del crédito público ordinario o subordinado, y el 699 quater impone la liquidación del deudor que no esté al corriente de obligaciones fiscales devengadas tras la apertura del procedimiento especial.

³³ El Anteproyecto pospone un año la regulación de un sistema de alerta temprana más bien minimalista, basado en información tributaria y de la Seguridad Social, y que será confidencial, pues sólo proporcionará información al deudor —i.e., “al propio contribuyente”— (D.A. 8.^a). Tales alertas tienen ya de por sí una eficacia discutible, pero adicionalmente su carácter confidencial las convierte en un mecanismo probablemente inútil. El deudor ya suele saber si se encamina a la insolvencia y sus acreedores financieros están a menudo en condiciones de observar directamente el flujo de tesorería del deudor, al contrario que sus acreedores comerciales, si bien éstos pueden ya obtener esos datos de los proveedores de servicios de información empresarial, incluso asegurando el riesgo de impago. No obstante, dicho carácter privado de las alertas parece respetar el contenido de la Directiva, la cual establece que “los Estados miembros velarán porque *el deudor* tenga acceso a una o más herramientas de alerta temprana claras” (énfasis añadido). Bien es cierto, por otro lado, que el Anteproyecto exceptúa de la exoneración del pasivo insatisfecho a los empresarios deudores que hayan utilizado las herramientas de alerta temprana puestas a su disposición por las Administraciones Públicas (artículo 487, 6d). En todo caso, ese desarrollo minimalista parece preferible a la propuesta de un sistema de “tests de solvencia” o “estrés” al que las empresas hubieran de someterse de forma obligatoria, tanto periódicamente (al presentar la memoria con las cuentas anuales) como antes de acometer determinadas operaciones, incluidas las licitaciones y las solicitudes de créditos, ERTES y subvenciones (REFOR, 2020c, pp. 3-4), todo lo cual agregaría una demanda tan artificial como inútil al ya inflado sector de los servicios de *compliance*, unos servicios cuya utilidad individual y social ya es a menudo dudosa.

cinco años, y que por tanto parece así haber respondido también a esta hipótesis redistributiva. (Esta excepción fue generalizada por la reforma de 2014).

Ilustran asimismo esta lógica redistributiva las excepciones introducidas por el legislador en el régimen de los acuerdos de refinanciación y reestructuración, ya que sólo pueden resultar afectados por su homologación los titulares de pasivos financieros, pero no los acreedores por créditos laborales, públicos o comerciales. Para créditos laborales y públicos, esta excepción parece encajar de forma directa en la hipótesis de influencia política; pero también de modo indirecto para los créditos por operaciones comerciales, pues su excepción beneficia a los empleados y acreedores públicos de las empresas proveedoras³⁴.

5. Reflexiones finales: Cómo hacer más útil el derecho concursal

Como otras ramas del derecho, la eficacia del derecho concursal depende de que permita aprovechar de forma complementaria las ventajas comparativas de, por un lado, la libre contratación privada entre las partes; y, por otro, las propias de las instituciones públicas, tanto legales como judiciales.

Como punto de partida, conviene asumir que tanto la contratación privada como las instituciones públicas son imperfectas y, por ello, debemos esperar que sufran fallos sistemáticos. Los problemas que intentan resolver son difíciles porque ambos tipos de soluciones operan sobre individuos que buscan su propio interés y que confrontan carencias y asimetrías informativas, lo que asegura el carácter imperfecto de toda solución, especialmente ante un problema tan complicado como es el de la insolvencia empresarial, con multitud de contratos y partes con intereses contrapuestos y graves carencias y asimetrías informativas.

Por fortuna, si bien ambos tipos de soluciones —privadas y públicas— confrontan graves deficiencias informativas, se ven afectadas de forma diferente, y por ello difieren en su capacidad para atenuarlas. Las soluciones públicas pueden también, al menos en teoría, congeniar intereses diversos y proporcionar un mayor grado de imparcialidad. Ofrecen así una complementariedad potencial, de tal modo que, si sabemos respetar sus ventajas comparativas, pueden hacerse mutuamente más eficaces.

Por desgracia, el derecho concursal, al igual que otras ramas de nuestro derecho, parece haber fracasado en ese intento, a juzgar por el hecho de que las partes huyen de su aplicación. La manifestación más visible de esta huida es nuestro bajo número de concursos, que hace de España una anomalía a nivel internacional, con el añadido de que se alcancen pocos convenios y de que muchos de los que se alcanzan ni siquiera se cumplan, lo que sugiere que su función es meramente liquidativa, y ello cuando no se

³⁴ La excepción de los créditos comerciales, que no existe, por ejemplo, en el Reino Unido, ha sido criticada en ocasiones por carecer de justificación (e.g., de Cárdenas, 2017, p. 6), pero también se argumenta que puede acabar desprotegiendo al acreedor comercial (García-Quismondo, 2019, pp. 49-50). Siguiendo el mandato de la Directiva, el Anteproyecto permite a los interesados decidir qué créditos resultan afectados por el plan de reestructuración, exceptuando tan sólo los créditos públicos, laborales, alimenticios y extracontractuales.

presta a una utilización oportunista para dilatar la liquidación de empresas inviables. Resulta así lógico que en los procesos de insolvencia represente el papel central la negociación privada, fundamentalmente informal y, por tanto, con escaso apoyo institucional.

La hipótesis que he intentado ilustrar en este trabajo es que este fracaso del derecho concursal tradicional se debe a que sufre un grave desequilibrio, pues atribuye un papel en exceso protagonista a las soluciones públicas —tanto legales (reglas imperativas) como judiciales, incluida la administración concursal— en el gobierno de los procedimientos concursales. La recomendación que se sigue lógicamente de esta interpretación es a la vez simple y ambiciosa.

Simple porque consiste en un cambio relativamente obvio en la orientación legal hacia una mayor contención de la intervención pública. Se concretaría dicho cambio en: menos reglamentismo procedimental, menos atribuciones judiciales (incluida una menor discrecionalidad a la hora de hacer cumplir o no acuerdos y convenios), atribución de más derechos de decisión a los acreedores (en especial, en materia de venta de unidades de negocio y cese de administradores), y supresión del privilegio de los créditos públicos o, al menos, condicionamiento de dicho privilegio a su publicidad. Con ello, no sólo no se debilitaría el papel del Estado, y, por ende, del juez concursal, sino que, por el contrario, se les fortalecería, por centrar su actividad en aquellas funciones para las que en verdad cuentan con ventaja comparativa, lejos de la ineficacia a la que hoy les condena a menudo su excesivo protagonismo.

Esa recomendación es también ambiciosa porque se enfrenta al predominio de valores estatistas y anticompetitivos en la ciudadanía y en la doctrina jurídica, lo cual hace difícil alcanzar ese ideal de complementariedad eficiente entre soluciones basadas en la contratación libre y la intervención pública. Como sucede a una gran parte de nuestro ordenamiento jurídico (Arruñada, 2020b), el derecho concursal español está imbuido de un notable idealismo legislativo y judicial que tiende a ver el derecho como una herramienta para configurar directamente la realidad, y no como un instrumento facilitador y canalizador de las decisiones contractuales que libremente desean tomar los individuos.

Dados los valores imperantes, resulta lógico que se suela atribuir la huida del derecho concursal a factores relativamente secundarios, como una supuesta falta de recursos o la presencia de prácticas contractuales que dificultan su utilización (podría ser éste, por ejemplo, el caso, mencionado anteriormente, de las hipotecas instrumentales). Esos diagnósticos conducen a políticas paliativas (como las dirigidas a aumentar el número o la capacidad de los juzgados) o directamente erróneas (tal vez las que diluyen tales hipotecas), las cuales buscan abaratar o forzar el uso del derecho concursal, pero sin aumentar su utilidad para los contratantes.

Por el contrario, avanzan en dirección opuesta y son por ello más esperanzadoras, reformas como las que afectaron en 2014 a los acuerdos de refinanciación, las cuales otorgaron mayor protagonismo a los acreedores y limitaron el papel del juez a vigilar la protección de terceros, una tarea en la que, por su imparcialidad, sí cuenta con una ventaja comparativa real, al contrario que, por ejemplo, la de evaluar por sí o con la ayuda de expertos si conviene vender, liquidar o dar continuidad a la empresa.

Cuando esto se escribe, penden sobre el sistema concursal el ingente número de insolvencias causadas por la pandemia del COVID-19 y la trasposición de la Directiva

2019/1023. Este doble desafío abre una oportunidad para reorientar el sistema en la dirección “privatizadora” emprendida en 2014. El Anteproyecto de reforma, en trámite de consulta pública cuando esto se escribe, contiene numerosos avances en ese sentido, destacando entre ellos la mayor libertad que concede a las partes para configurar los planes de reestructuración, y el menor papel que otorga al juez y al administrador concursal, tanto en la reestructuración como en el nuevo procedimiento para microempresas; si bien yerra al mantener los créditos públicos fuera del perímetro de afectación.

6. Referencias

- Aghion, Philippe (1998), “Bankruptcy, and Its Reform”, en Peter Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 1, Macmillan, Londres, pp. 145-149.
- Arruñada, Benito (1990), *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza Editorial, Madrid.
- Arruñada, Benito (1999), *The Economics of Audit Quality: Private Incentives and the Regulation of Audit and Non-Audit Services*, Kluwer (Springer), Boston y Dordrecht.
- Arruñada, Benito (2007), “Pitfalls to Avoid when Measuring the Institutional Environment: Is ‘Doing Business’ Damaging Business?”, *Journal of Comparative Economics*, 35(4), 729–747.
- Arruñada, Benito (2009), “How *Doing Business* Jeopardizes Institutional Reform”, *European Business Organization Law Review*, 10(4), 555–574.
- Arruñada, Benito (2020a), “Elogio de la quiebra”, *Voz Populi*, 26 de julio.
- Arruñada, Benito (2020b), “Mala leyes”, *Información Comercial España. Revista de Economía*, 915(julio-agosto), 9-28.
- Arruñada, Benito (2020c), “Malas leyes: Aplicación al Derecho concursal”, en Abel B. Veiga Copo (dir.) y Miguel Martínez Muñoz (coord.), *El acreedor en el derecho concursal y preconcursal a la luz del Texto refundido de la Ley Concursal*, Cívitas Thompson Reuters, Cizur Menor, 53–103.
- Arruñada, Benito, con comentarios de Gabriel Doménech Pascual, Román Gil Alburquerque e Ignacio Gomá Lanzón (2021), “La seguridad jurídica en España. (Versión revisada y comentada)”, FEDEA, *Estudios sobre la economía española*, núm. 2021-18, 10 de mayo, Madrid.
- Ayotte, Kenneth, y Hayong Yun (2009), “Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 25(1), 2–30.
- Baird, Douglass G., y Edward R. Morrison (2001), “Bankruptcy Decision Making”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 17(2), 356–372.
- Bowers, James W. (2000), “Security-interests-creditors-priorities-and-bankruptcy”, en Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest, eds., *The Encyclopedia of Law and Economics, Volume II. Civil Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham UK, pp. 90–128.
- Cabrillo Rodríguez, Francisco (1987), *Análisis económico del derecho concursal español*, Fundación Juan March, Madrid.
- Cabrillo Rodríguez, Francisco, y Ben W.F. Depoorter (2000), “Bankruptcy Proceedings”, en Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest, eds., *The Encyclopedia of Law and Economics, Volume V. The Economics of Crime and Litigation*, Edward Elgar, Cheltenham UK, pp. 261–289.
- Calabresi, Guido, y A. Douglas Melamed (1972), “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”, *Harvard Law Review*, 85(6), 1089–1128.
- Cano Marco, Francisco (2020), “El nuevo Texto Refundido de la Ley Concursal y los aspectos laborales del concurso”, *Diario La Ley*, 21 de octubre.
- Celentani, Marco, Miguel García-Posada y Fernando Gómez (2012), “The Spanish Business Bankruptcy Puzzle and the Crisis”, *FEDEA Working Paper 2010-2011* (versión revisada: febrero, 2012).
- Celentani, Marco, y Fernando Gómez Pomar (2020), “Concursos y pre-concursos de personas físicas, autónomos y microempresas: *déjà vu all over again*”, *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 3, 3/2020.

- Cervera Martínez, Marta (2021), “Una reflexión sobre la normativa española concursal y preconcursal”, en Benito Arruñada y Ángel de la Fuente (coord.), “Solvencia empresarial y derecho concursal: algunas reflexiones a la luz del Covid”, FEDEA, Informes y papeles del Grupo de Trabajo Mixto Covid-19, *Fedea Policy Papers*, 2021/04, pp. 18-21.
- Closset, Frédéric, Christoph Großmann, Christoph Kaserer, y Daniel Urban (2021), “Corporate Restructuring and Creditor Power: Evidence from European Insolvency Law Reforms”, 10 de enero, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3768436>, visitada el 26 de abril de 2021.
- de Cárdenas Smith, Carlos (2017), “Presente y futuro de la homologación judicial de los acuerdos de refinanciación”, *La Ley*, 8896, 9 de enero.
- Ellias, Jared (2018), “What Drives Bankruptcy Forum Shopping? Evidence from Market Data”, *Journal of Legal Studies*, 47(1), 119–149.
- Epstein, Richard A. (1997), “A Clear View of The Cathedral: The Dominance of Property Rules”, *The Yale Law Journal*, 106(7), 2091–2120.
- Franks, Julian, y Walter Torous (1994), “A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter 11 Reorganizations”, *Journal of Financial Economics*, 35(3), 349–370.
- García-Perrote, Ignacio (2003), “Aspectos laborales de la nueva Ley Concursal”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, 6, 77-93.
- García-Posada, Miguel, y Raquel Vegas Sánchez (2017), “Las reformas de la ley concursal durante la gran recesión”, *Papeles de Economía Española*, 151, 140–171.
- García-Posada, Miguel, y Raquel Vegas Sánchez (2018), “Bankruptcy Reforms in the Midst of the Great Recession: the Spanish Experience”, *International Review of Law & Economics*, 55, 71–95.
- García-Quismondo Pereda (2019), “Los instrumentos híbridos de insolvencia y reestructuración en la nueva directiva de insolvencia”, *REFOR Revista*, 54, 37–52.
- Garcimartín Alférez, Francisco J. (2018), “La Propuesta de Directiva europea sobre reestructuración y segunda oportunidad: El arrastre de acreedores disidentes y la llamada ‘regla de prioridad absoluta’”, *Anuario de Derecho Concursal*, 43 (enero-abril), 11-38.
- Garcimartín Alférez, Francisco J. (2021), “La probabilidad de insolvencia”, *Almacén de derecho*, 9 de junio.
- Garoupa, Nuno, Fernando Gómez Pomar, y María Isabel Sáez (2009), “Justicia y crisis económica”, *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 1, 1/2009.
- Gennaioli, Nicola, y Stefano Rossi (2010), “Judicial Discretion in Corporate Bankruptcy”, *Review of Financial Studies*, 23(11); 4078–4114.
- Gurrea-Martínez, Aurelio (2016), “El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal”, Ibero-American Institute for Law and Finance, Working Paper Series 6/2016, 23 de junio, <https://ssrn.com/abstract=2798561>, visitada el 23 de marzo de 2021.
- Hart, Oliver (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, Londres.
- Jackson, Thomas H. (1986), *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Lobo José L. (2014), “La Policía investiga una trama corrupta de jueces y administradores concursales”, *El Confidencial*, 21 de julio de 2014.
- Manzanes Secades, Alberto (2020), “El auto de medidas cautelares en la refinanciación de Celsa”, *Almacén de derecho*, 16 de julio.
- Ortín, Alberto (2016), “Abengoa pone a prueba el derecho concursal: la ley no contempla lo que pide para evitar la quiebra”, *Voz Populi*, 30 de marzo.
- Ortín, Alberto (2017), “Isolux, Pescanova, Abengoa... la compra de Popular por Santander trastoca la refinanciación de las empresas españolas”, *Voz Populi*, 16 de junio.
- Ortín, Alberto (2020a), “Polémica concursal: el administrador de Banco Madrid crea un curso con 30 jueces”, *Voz Populi*, 20 de febrero.
- Ortín, Alberto (2020b), “Abengoa se asoma al concurso: el ICO duda que pueda avalar los 250 millones requeridos”, *Voz Populi*, 23 de junio.
- Ortín, Alberto (2020c), “Duro Felguera y Abengoa: un rescate público poco higiénico”, *Voz Populi*, 28 de julio.

- Posner, Richard A. (2007), *Economic Analysis of Law*, 7.^a ed., Aspen, Nueva York.
- Pulgar Ezquerro, Juana (2011), “La potenciación de los acuerdos de refinanciación en la reforma de la Ley Concursal”, *Escritura pública*, 71.
- REFOR, Economistas Forenses (2019), *Atlas Concursal 2019*, Consejo General de Economistas, Madrid, octubre.
- REFOR, Economistas Forenses (2020a), “Decálogo de propuestas para la reflexión sobre el tratamiento de las insolvencias en España”, Consejo General de Economistas, Madrid, 10 de junio.
- REFOR, Economistas Forenses (2020b), *Atlas Concursal 2020*, Consejo General de Economistas, Madrid, septiembre.
- REFOR, Economistas Forenses (2020c), “Reformas en el campo de la insolvencia y otras cuestiones estratégicas para una mejor gestión de la crisis económica derivada de la pandemia de la Covid-19”, Consejo General de Economistas, Madrid, 11 de diciembre.
- REFOR, Economistas Forenses (2021), “Alegaciones del Consejo General de Economistas de España al Anteproyecto de Ley de Reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal”, Consejo General de Economistas, Madrid, 25 de agosto.
- Sánchez Paredes, María Luisa, y Marta Flores Segura (2020), “El derecho concursal”, en Aurelio Menéndez Ángel Rojo (dirs.), *Lecciones de Derecho Mercantil, Volumen II*, pp. 533-721, Thompson Reuters Civitas, Cizur Menor.
- Salvador Coderch, Pablo, y Carlos Gómez Ligüerre, coord. (2010), *Reformas para la mejora de la eficiencia de la justicia española*, Informe emitido en interés de la CEOE, Cuatrecasas, Gonçalves Pereira y Universitat Pompeu Fabra, octubre.
- Valls, Fernando H. (2020), “Iberia, Globalia, Abengoa, Duro o Celsa: Moncloa negocia una decena de rescates”, *La Información*, 21 de julio.
- van Hemmen, Stefan F. (2014a), “La sociología de la liquidación concursal en la realidad española”, en A. J. Rojo, J. Quijano y A.B. Campuzano (dirs.), *La liquidación de la masa activa*, Civitas, Cizur Menor, pp. 39–68.
- van Hemmen, Stefan F. (2014b), *Estadística concursal. Anuario 2013*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.
- van Hemmen, Stefan F. (2020), *Estadística concursal. El concurso de acreedores en cifras. Anuario 2019*, Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Madrid.
- Vázquez Albert, Daniel (2019), “La nueva Directiva de insolvencia y su coordinación con el Texto Refundido de la Ley Concursal”, *REFOR Revista*, 54, 17–22.
- Veiga Copo, Abel B. (2017), *La masa pasiva del concurso de acreedores*, Thompson Reuters, Cizur Menor.
- Watts, Ross L., y Jerold L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- White, Michelle J. (1994), “Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructurings”, *Journal of Law, Economics, & Organization*, 10(2), 268–95.
- World Bank (2019), *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies*, World Bank, Washington, D.C.
- World Bank (2020), “Doing Business. Metodología: Resolución de la insolvencia”, World Bank, Washington D.C.