

Singapore Management University

Institutional Knowledge at Singapore Management University

Research Collection Yong Pung How School Of
Law

Yong Pung How School of Law

6-2016

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 [The inefficient design of the Spanish Bankruptcy Act: A proposal to enhance the attractiveness of the Spanish bankruptcy regime based on an economic and comparative analysis of insolvency law] in Spanish

Aurelio GURREA-MARTINEZ

Singapore Management University, aureliogm@smu.edu.sg

Follow this and additional works at: https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research



Part of the [Business Organizations Law Commons](#), [Commercial Law Commons](#), and the [European Law Commons](#)

Citation

Aurelio GURREA-MARTINEZ. 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 [The inefficient design of the Spanish Bankruptcy Act: A proposal to enhance the attractiveness of the Spanish bankruptcy regime based on an economic and comparative analysis of insolvency law] in Spanish. (2016). 1-57.

Available at: https://ink.library.smu.edu.sg/sol_research/3641

This Working Paper is brought to you for free and open access by the Yong Pung How School of Law at Institutional Knowledge at Singapore Management University. It has been accepted for inclusion in Research Collection Yong Pung How School Of Law by an authorized administrator of Institutional Knowledge at Singapore Management University. For more information, please email cherylds@smu.edu.sg.

Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas (IIDF)



Working Paper Series 6/2016

***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***

Aurelio Gurrea Martínez ¹

¹ Aurelio Gurrea Martínez es profesor de Derecho concursal, gobierno corporativo y regulación financiera en la Singapore Management University. Asimismo, es director del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas. Es abogado, economista y auditor de cuentas. Doctor en Derecho. Máster en Derecho y Finanzas por la Universidad de Oxford. Máster en Derecho y estudios legales internacionales por la Universidad de Stanford. Email: aureliogm@smu.edu.sg. El presente trabajo resume las conclusiones de un trabajo previo realizado por el autor sobre los motivos y consecuencias del escaso uso de los procedimientos concursales en España (véase http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2783666&download=yes). El autor agradece profundamente al profesor George Triantis el tiempo, dedicación y comentarios realizados al mencionado trabajo de investigación que sirve de base para el presente artículo, realizado durante sus estudios en la Universidad de Stanford. Asimismo, agradece a los profesores John Armour, Robert Jackson, Mitchell Polinsky y Richard Squire las conversaciones mantenidas y/o la supervisión realizada de anteriores trabajos de investigación en materia concursal desde una perspectiva económica. Por otro lado, el autor agradece enormemente a la Fundación para la Investigación para el Derecho y la Empresa (FIDE) y, muy particularmente, a su presidenta, Cristina Jimenez Savurido, y su coordinadora académica, Carmen Hermida, el apoyo y entusiasmo puesto de manifiesto para la presentación del presente trabajo en la sede de FIDE. Asimismo, agradece a Amanda Cohen, Rocío Marina Coll, Antonio Fuentes Bujalance, Concepción Ordiz y Adrián They los amables y valiosos comentarios realizados a varias propuestas de reforma sugeridas en el presente trabajo.

Resumen

España es uno de los países con menor tasa de concurso de acreedores por número de empresas a nivel mundial. En ocasiones, se ha alegado que el escaso uso de los procedimientos concursales en España se debe a una falta de cultura concursal de los empresarios españoles que, quizás, no tienen la misma cultura del emprendimiento y el fracaso empresarial que los empresarios de otros países de nuestro entorno. Sin embargo, como será examinado, no creemos que el escaso uso del concurso se deba a factores sociológicos o culturales. De hecho, todo lo contrario: la minimización (ex ante) del riesgo de insolvencia y la reticencia (ex post) a la utilización del concurso de acreedores en España supone la respuesta racional a un sistema que resulta escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. En nuestra opinión, el escaso atractivo del concurso de acreedores se debe a una falta de entendimiento, por parte del legislador y de la doctrina jurídica española, de los fundamentos económicos del concurso de acreedores, así como el papel que desempeña el Derecho concursal en el diseño de la estructura económica y financiera de las empresas, en el acceso y el coste del crédito, en el grado de emprendimiento, innovación y competitividad de las empresas, y, más genéricamente, en la promoción del crecimiento económico. Y es que, como será examinado, si un Derecho concursal resulta perjudicial para el deudor (como ocurre en España) puede desincentivar, desde un punto de vista ex ante, la innovación, el emprendimiento y la solicitud tempestiva del concurso. Por su parte, si un Derecho concursal resulta perjudicial para los acreedores (como, extraordinariamente, también ocurre en España) puede dificultar el acceso al crédito y, por tanto, la financiación de particulares y empresas. Por este motivo, resulta necesario repensar la forma de hacer, entender y diseñar el Derecho concursal en España, y ese es, precisamente, el objetivo de este trabajo. Además, tomando como base esta nueva forma de entender y diseñar el Derecho concursal, hemos realizado una propuesta de reforma estructural de la Ley Concursal que, partiendo de la literatura económica y de la experiencia comparada, creemos que puede incrementar significativamente la eficacia, eficiencia y atractivo del concurso tanto para deudores como para acreedores. De esta manera, no sólo se promoverá, desde una perspectiva ex post, una solución eficiente de la insolvencia sino que, desde una perspectiva ex ante, esta reforma que proponemos incentivará la apertura tempestiva del concurso y contribuirá a mejorar el emprendimiento, la innovación, la competitividad y el acceso al crédito en la economía española.

Sumario

- I. Cómo hacemos y entendemos el Derecho concursal en España**
- II. La escasa utilización del concurso de acreedores en España: ¿un problema cultural o un problema académico-institucional?**
- III. Motivos e implicaciones económicas del escaso uso del concurso de acreedores**
- IV. Propuesta de reforma de la Ley Concursal**
- V. Conclusiones**
- VI. Bibliografía**

I. Cómo hacemos y entendemos el Derecho concursal en España²

El Derecho concursal es un área del ordenamiento jurídico que, con independencia de que exista o no una situación de insolvencia, puede tener un impacto significativo en el acceso y coste del crédito, la estructura económica y financiera de las empresas, o el nivel de innovación y emprendimiento de un país.³ Sin embargo, la mayor parte de estos factores, que contribuyen a la mejora del bienestar colectivo desde un punto de vista *ex ante* (esto es, exista o no una situación de insolvencia), suelen ser omitidos del estudio tradicional del Derecho concursal. Por lo general, el estudio del Derecho de la insolvencia en España se ha realizado desde una perspectiva *ex post* (esto es, analizando el diseño de las instituciones concursales una vez que se produce la insolvencia), eminentemente descriptiva, y, además, sin considerar el impacto que el diseño de las instituciones concursales puede suponer en el comportamiento de los individuos. En efecto, la doctrina concursalista tradicional ha obviado, con carácter general, el impacto que el *diseño* –ni siquiera la utilización– del sistema concursal puede suponer en el modo en que se comportan los individuos y, por tanto, el modo en que el Derecho concursal puede impactar en variables esenciales para la promoción del crecimiento económico tales como el acceso y coste del crédito (que son factores que dependerán en buena medida del tratamiento que reciban los *acreedores* en el concurso), o el emprendimiento, la utilización de deuda, la asunción de riesgos o la solicitud tempestiva del concurso (que son factores que dependerán en buena medida del tratamiento que reciba el *deudor* en el concurso).

² El título del presente epígrafe tiene su inspiración en el célebre trabajo de Cándido Paz-Ares, *¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)*, en Paz-Ares (coord.), *TRATANDO DE LA SOCIEDAD LIMITADA* (Fundación Cultural del Notariado, 1997), pp. 159-205, en el que el autor realiza una crítica al modelo tradicional en el que se ha diseñado y entendido el Derecho de sociedades en España. En nuestro caso, la crítica se realiza a la forma en que se ha estudiado, aplicado y diseñado el Derecho concursal.

³ Para una visión general del impacto que el Derecho concursal puede tener en el emprendimiento, la innovación, la estructura económica y financiera de las empresas y la promoción del crecimiento económico, véase Viral V. Acharya and Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 *REVIEW OF FINANCIAL STUDIES* 4949 (2009); Viral V. Acharya, Rangarajan K. Sundaram and Kose John, *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, 20 *JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION* 25 (2011); Philippe Aghion, Oliver Hart and John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, in Olivier Blanchard, Kenneth Froot and Jeffrey Sachs (eds.), *THE TRANSITION IN EASTERN EUROPE*, Chicago University Press, Volume 2, pp. 215-244 (2004); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 53 *JOURNAL OF FINANCE* 1131 (1997); Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY* 1113 (1998); Ross Levine, *Law, Finance, and Economic Growth*, *JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION* 8 (1999); Jeremy Berkowitz and Michelle J. White, *Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit*, 35 *THE RAND JOURNAL OF ECONOMICS* 69 (2004); Kenneth Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, 23 *JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION* 161 (2007); John Armour and Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 *AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW* 303 (2008); Sergei A. Davydenko and Julian R. Franks, *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Default in France, Germany and the UK*, 53 *THE JOURNAL OF FINANCE* 565 (2008); Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, 50 *THE JOURNAL OF FINANCE* 1421 (1995).

Además, este análisis *ex post* del Derecho concursal parece asumir que, como una situación de insolvencia genera, inevitablemente, unos costes directos e indirectos para el sistema (y, muy especialmente, para los acreedores), el Derecho concursal no sólo tiene que promover la satisfacción de los acreedores (*función solutoria*) y el mantenimiento de la empresa insolvente (*función conservativa*), sino que, además, también debe sancionar a quienes hubieran provocado este escenario desfavorable que, se supone, genera la insolvencia (*función sancionadora*).

Lógicamente, este análisis *ex post* del Derecho concursal no tiene en consideración los beneficios *ex ante* que, para un sistema económico, puede suponer una situación de insolvencia. Y es que el hecho de que exista una situación de insolvencia implica, por lo general, que han concurrido, al menos, tres factores: (i) que ha existido emprendimiento, consumo o inversión; (ii) que ha existido asunción de riesgos; y (iii) que ha existido asunción de deuda. Y estos tres elementos resultan esenciales para la promoción del crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo de un país. Por tanto, sancionar la insolvencia es sancionar el emprendimiento, el consumo, la inversión, la asunción de riesgos, o la asunción de deuda. Y este es, a nuestro modo de ver, el *objetivo contrario* que debería promover el legislador en una economía moderna. Ello no obsta, sin embargo, que, como será examinado, un procedimiento concursal pueda ser utilizado, en su caso, para sancionar posibles *conductas indeseables* que hubiera cometido el deudor, tengan o no relación con la generación o agravación de una situación de insolvencia. Sin embargo, estigmatizar la insolvencia, mediante la atribución de una función sancionadora al Derecho concursal que, además, somete a los deudores insolventes a un mayor escrutinio y régimen de responsabilidad que a los deudores solventes, puede resultar perjudicial para la actividad económica.

El diseño de un sistema concursal debe tener por objeto la maximización de la eficiencia *ex ante* del sistema, esto es, la promoción del crecimiento económico a través de incentivar el emprendimiento, la inversión y el abaratamiento del crédito. No obstante, la maximización del bienestar colectivo desde un punto de vista *ex ante* dependerá, en buena medida, del grado de eficiencia *ex post* del sistema concursal. Por tanto, el objetivo del Derecho concursal debe ser, si se quiere, maximizar el grado de eficiencia de las instituciones concursales (esto es, la eficiencia *ex post* del sistema concursal), sin perjudicar o, en la medida de lo posible, maximizar la eficiencia *ex ante* del sistema. Por ejemplo, si un Derecho concursal no logra maximizar, desde una perspectiva *ex post*, el grado de satisfacción de los acreedores, difícilmente podrá promover, tal y como debería, la facilitación y abaratamiento del crédito, con la finalidad última de favorecer el

emprendimiento, el consumo, la inversión y la generación de riqueza, trabajo y bienestar social de un país. Por tanto, el nivel de bienestar que, desde una perspectiva *ex ante*, puede generar el diseño de una normativa concursal suele guardar una estrecha relación con el grado de eficiencia *ex post* de las instituciones concursales.

No obstante, en ocasiones, el Derecho concursal pueden favorecer *ex post* el grado de satisfacción de los acreedores aunque implicando, al mismo tiempo, un perjuicio para la eficiencia *ex ante* del sistema concursal. A tal efecto, puede pensarse, por ejemplo, en la existencia y ejercicio de las acciones rescisorias, que, en la mayor parte de las legislaciones concursales de nuestro entorno (incluyendo España), suele permitir la rescisión de operaciones jurídicas realizadas en plenas condiciones de validez. Desde una perspectiva *ex post*, el ejercicio de las acciones rescisorias puede ser eficiente, siempre y cuando supongan un incremento patrimonial neto a la masa del concurso.⁴ Sin embargo, desde una perspectiva *ex ante*, la existencia (ni siquiera el ejercicio) de acciones rescisorias puede resultar perjudicial, en tanto que, al permitir (en función del sistema, de manera más o menos sencilla) la impugnación de transacciones jurídicas válidas, puede desincentivar la celebración de operaciones económicas y la atracción de inversiones en un país. Por este motivo, resulta imprescindible que el legislador considere las implicaciones *ex ante* y *ex post* en el diseño del sistema concursal y, en este sentido, establezca una clara preferencia de política legislativa que, a nuestro modo de ver, debería favorecer las soluciones que sean eficientes desde un punto de vista *ex ante*, en la medida en que las soluciones eficientes *ex post* sólo tendrán lugar si existe insolvencia (y para las partes involucradas en una situación de insolvencia), mientras que las soluciones ineficientes *ex ante* pueden perjudicar a todos los ciudadanos, exista o no una situación de insolvencia.

Desgraciadamente, este análisis *ex ante* de las instituciones concursales parece haberse obviado en el estudio tradicional del Derecho concursal en España. Por lo general, el Derecho concursal en España se ha realizado desde una perspectiva *ex post*, y, además, persiguiendo unos objetivos que, en algunos casos, no sólo pueden resultar erróneos (o,

⁴ Conviene tener en cuenta, no obstante, que el ejercicio exitoso de una acción rescisoria concursal no siempre ocasiona un incremento patrimonial *neto* a la masa. La mayor parte de las legislaciones concursales permiten la rescisión de las “preferencias” (o, si se quiere, transacciones que supongan una alteración de la *par condicio creditorum*), y estas preferencias, sobre todo, cuando se trate de pagos anticipados, no sólo pueden no generar un incremento patrimonial neto a la masa (como consecuencia de traer a la masa tanto un activo como un pasivo), sino que incluso pueden ocasionar una *disminución patrimonial* neta, como consecuencia de los gastos de litigación potencialmente generados en el proceso de reintegración. En este sentido, puede verse Aurelio Gurrea Martínez, *The Avoidance of Pre-Bankruptcy Transactions: An Economic and Comparative Approach*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 10/2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2845101), donde se realiza un análisis económico y comparado de las acciones rescisorias concursales.

cuando menos, confusos para los operadores económicos), sino que, además, incluso pueden perjudicar el bienestar de los ciudadanos. Estos objetivos tradicionalmente asociados al Derecho concursal son: (i) la maximización del grado de satisfacción de los acreedores; (ii) la conservación de la empresa en crisis; (iii) la sanción del deudor insolvente; y (iv) el mantenimiento de la *par condicio creditorum* o principio de igualdad de trato entre los acreedores.⁵

En primer lugar, y comenzando por la denominada *función conservativa* del concurso, se ha alegado que el legislador debe promover, a través del Derecho concursal, el mantenimiento de la empresa en crisis. Sin embargo, esta función sólo puede ser admitida en empresas económicamente *viabiles*, es decir, en empresas cuyo valor actual de sus flujos de caja resulte superior al valor de la empresa en liquidación. No obstante, este escenario no siempre tiene lugar en una economía de mercado. En una economía de mercado, sólo están destinadas a sobrevivir aquellas empresas que puedan mejorar el bienestar de los ciudadanos mediante la facilitación de bienes o servicios que no sólo tengan la habilidad de satisfacer sus deseos o necesidades sino que, además, también resulten ofertados en mejores condiciones que sus competidores. Por tanto, el primer mito que conviene desmontar, antes de realizar cualquier análisis sobre las instituciones concursales, es que el Derecho de la insolvencia tiene por objeto, con carácter general, el mantenimiento de la empresa insolvente. Como será examinado, el mantenimiento de la empresa insolvente sólo será deseable cuando la empresa sea económicamente viable y, por tanto, el valor de la empresa en funcionamiento sea a su valor en liquidación. De esta manera, se logrará (*ex post*) una asignación eficiente de los recursos en la economía (que, en este caso, consistiría en el mantenimiento de la empresa en crisis), que no sólo significaría, al mismo tiempo, una maximización (*ex post*) del grado de satisfacción del grado de los acreedores, sino también (*ex ante*) una reducción del coste del crédito. Sin embargo, conviene enfatizar que, en estos casos, no se mantiene la empresa porque el Derecho concursal deba cumplir una función conservativa, sino porque, al tratarse de una empresa que tiene un mayor valor en funcionamiento que en liquidación, se trata de la solución *ex post*, y, a la postre, *ex ante*, más eficiente para el sistema. En consecuencia, este razonamiento nos lleva a la conclusión de que, desde un punto de vista *ex post*, la única función del Derecho concursal debe ser la asignación más eficiente de los activos, ya sea mediante la reorganización de la empresa insolvente (si la empresa es viable y los acreedores confían en la gestión y honestidad de los socios/administradores), la liquidación y venta en bloque de la empresa o alguna de sus unidades productivas (si la empresa o alguna de sus unidades productivas fueran viables y

⁵ Baste recurrir a cualquier tratado, curso o manual de Derecho concursal español para corroborar que, con carácter general, la mayoría de los autores españoles asignan estas funciones al Derecho concursal.

el problema de la compañía se encontrara simplemente en la gestión de los socios/administradores), o la liquidación individual de los activos del deudor (si no se generara ningún valor adicional manteniendo los activos juntos). Y este objetivo, tal y como será comentado, será coincidente con el de la maximización del grado de satisfacción de los acreedores (ya que, asignando eficientemente los activos del deudor, se logrará incrementar el grado de satisfacción de los acreedores), aunque *no* con la conservación de la empresa. Para que sea coincidente con la conservación de la empresa, deberán cumplirse dos requisitos: (i) que la empresa sea viable (esto es, que tengan un mayor valor en funcionamiento que en liquidación); y (ii) que los acreedores confían en la gestión y honestidad de los socios y administradores. Por tanto, para no generar incertidumbre entre los operadores, conviene aclarar que el Derecho concursal no tiene (o no debería tener) por objeto el mantenimiento de la empresa sino, simplemente, el grado de satisfacción de los acreedores. De esta manera, no sólo se garantizará, desde una perspectiva *ex ante* y *ex post*, la eficiencia del sistema, sino que, además, indirectamente, se garantizará la denominada función conservativa del concurso, aunque sólo para el caso de empresas viables.

El mantenimiento de empresas insolventes que no resulten económicamente viables supondría, en primer lugar, una ineficiente asignación de recursos que, por un lado, generaría una *destrucción de valor* para los inversores –accionistas o acreedores– que estuvieran financiando la empresa y, por otro, un *coste de oportunidad* para el sistema como consecuencia de la imposibilidad de utilizar esos recursos en otros usos alternativos que pudieran generar mayor riqueza al sistema.⁶ Asimismo, esta ineficiente solución de la insolvencia también supondrá que, desde una perspectiva *ex ante*, pueda perjudicarse el acceso al crédito y, por tanto, el emprendimiento, el consumo y la inversión, como consecuencia del menor grado de satisfacción que, con carácter *ex post*, experimentarán (o podrán experimentar) los acreedores bajo un sistema concursal que no fomente la solución eficiente de la insolvencia. Además, si, tal y como se ha comentado, el Derecho concursal no persigue (*ex post*) la solución eficiente de la insolvencia (o, si se quiere, la maximización del grado de satisfacción de los acreedores), o el legislador, simplemente, confunde a los operadores del mercado atribuyendo una “función conservativa” al concurso (sin matizar concretamente para qué tipo de empresas), los acreedores podrían responder, desde un punto de vista *ex ante*, con un incremento en el coste de la deuda, o podrían ser más reticentes a la concesión del crédito. Por tanto, desde un punto de vista de política

⁶ Piénsese, a modo de ejemplo, en el inmueble de un negocio (e.g., un restaurante) que resulta inviable por la mala calidad de sus productos. Si el legislador concursal apoya la reorganización de este negocio, impedirá que ese inmueble puede ser utilizado por otra empresa (e.g., una tienda de ropa) que, quizás, genere un mejor producto y, por tanto, tenga la posibilidad de crear más riqueza, trabajo y bienestar social.

legislativa, parecería deseable enunciar expresamente que la función *única* del concurso debería ser la maximización del grado de satisfacción de los acreedores o, si se quiere, la solución eficiente de la insolvencia. De esta manera, y salvo que los acreedores expresamente decidan lo contrario, no sólo se promoverá la solución eficiente del sistema desde un punto de vista *ex ante* y *ex post* sino que, además, de manera indirecta, el legislador también promoverá la reorganización de empresas en crisis, siempre y cuando sean viables.

Finalmente, y respecto a la denominada función conservativa que a veces se atribuye al Derecho concursal, conviene tener en cuenta que mantener la *empresa* no significa mantener el *empresario*. La empresa puede mantenerse vendiendo el negocio a un tercero, al objeto de apartar al empresario individual o a los socios/administradores que han demostrado ser ineficientes o, en casos más graves, deshonestos. Por tanto, cuando se trate de empresas viables gestionadas por socios/administradores/empresarios individuales deshonestos o ineficientes tampoco hay que promover, como inexplicablemente realizan determinadas jurisdicciones como España, el “convenio” o la “reorganización”. En estos supuestos, el resultado más deseable para el sistema será la liquidación/venta en bloque de los activos a un tercero que sepa gestionar la empresa (o, en su caso, las unidades productivas viables) de manera más oportuna y/o eficiente.

En segundo lugar, la doctrina tradicional ha atribuido generalmente una *función sancionadora* al Derecho concursal. Esta función sancionadora parece asumir que el deudor ha realizado alguna conducta que merezca represión, o, al menos, que la situación de insolvencia supone un escenario indeseable para el sistema. Por este motivo, el deudor debe ser castigado o, cuando menos, sometido a un estricto escrutinio al que no se someten los deudores solventes. Sin embargo, tal y como ha sido examinado, una vez analizada la eficiencia del sistema desde una perspectiva global (y, por tanto, englobando eficiencia *ex ante* y eficiencia *ex post*), el hecho de que exista una situación de insolvencia debe entenderse *deseable* para el sistema, al implicar la existencia de consumo, emprendimiento, inversión, asunción de riesgos y asunción de deuda. Y estos elementos son los que, precisamente, contribuyen al progreso, el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo. Por tanto, sancionar la insolvencia es sancionar, si se quiere, el progreso, la innovación y el desarrollo. Además, el Derecho concursal también debe contribuir a expulsar del mercado a empresas que, a pesar de resultar gestionadas por personas honestas y responsables, han demostrado ser ineficientes en el mercado. Por tanto, sancionar la insolvencia no sólo resulta perjudicial *ex ante* (esto es, para la promoción del crecimiento, la innovación y la mejora del bienestar colectivo), sino también *ex post*

(para la asignación eficiente de recursos). En consecuencia, esta función sancionadora tradicionalmente atribuida al Derecho concursal resulta poco acertada, en tanto que parece confundir lo que supondría castigar la insolvencia (que, como tal, *no* debería merecer castigo alguno, al menos, en un sistema que pretenda fomentar el crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo), con lo que, en su caso, supondría castigar una serie *conductas indeseables* cometidas por el deudor (tengan o no relación con la insolvencia), que, además, también podría sancionarse fuera del concurso. De hecho, sancionarse exclusivamente en el concurso no sólo podría dejar impunes a posibles operadores (solventes) que realicen comportamientos indeseables, sino que, además, también incentivará que las empresas minimicen *ex ante* el riesgo de insolvencia, o eviten a toda costa (*ex post*) la apertura del concurso una vez devienen insolventes, como consecuencia de las mayores sanciones impuestas a los deudores insolventes.⁷ En nuestra opinión, por tanto, el camino no es sancionar a los deudores insolventes, sino, simplemente, sancionar a aquellos operadores (solventes o insolventes) que hubieran realizado alguna conducta indeseable.

En tercer lugar, el mantenimiento de la *par condicio creditorum* es otro principio generalmente defendido por la doctrina tradicional que, en nuestra opinión, si no resulta erróneo, al menos, puede resultar confuso para los operadores del mercado. Y como se ha comentado, incertidumbre sobre el tratamiento *ex post* de los acreedores puede suponer, desde una perspectiva *ex ante*, reticencia a la concesión del crédito y/o, en su caso, incremento del coste de la deuda. Esta incertidumbre puede derivarse, por ejemplo, de una interpretación amplia del concepto de la *par condicio creditorum*. En este sentido, si entendemos la *par condicio creditorum* desde una perspectiva amplia, esto es, como el mantenimiento de un principio de igualdad entre todos los acreedores, el Derecho concursal trataría igual a los que, en ocasiones, podrán ser desiguales (por ejemplo, porque hubieran sido más diligentes, hubieran invertido en información del deudor, hubieran extendido crédito cuando otros usuarios no lo hubieran hecho, o hubieran concedido crédito a un tipo de interés más bajo como consecuencia de las eventuales garantías obtenidas en contraprestación). Por tanto, desde una perspectiva *ex ante*, este tratamiento igualitario podría crear una indeseable situación de riesgo moral, en la que nadie tendría incentivos para ser diligente en la concesión del crédito y/o en la vigilancia del deudor. Además, la posible supresión *ex post* de eventuales ventajas válidamente constituidas *ex ante* no sólo podría resultar perjudicial para la seguridad jurídica y el favorecimiento del acceso al crédito

⁷ En este sentido, véase Aurelio Gurrea Martínez, A., *La incomprensible vigencia de la sección de calificación en el Derecho concursal español del siglo XXI*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER NO. 1/2016 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710117)

(ya que los acreedores, conscientes de la falta de respeto de sus derechos, serían más reticentes a la concesión de crédito, y/o, en su caso, lo harían a condiciones más onerosas), sino que, además, supondría tratar igual a personas desiguales (que, por cierto, es, precisamente, la definición de *injusticia* enunciada por Aristóteles). Por tanto, existen argumentos jurídicos y, quizás, de manera más poderosa, económicos que aconsejan el mantenimiento, en la medida de lo posible, de las relaciones jurídicas pre-existentes, y no la imposición de un principio de igualdad entre todos los acreedores.

No obstante, la *par condicio creditorum* puede ser entendida desde una perspectiva estricta. En este caso, el principio de igualdad sólo se entendería aplicable entre aquellos acreedores de la misma clase o condición. Bajo esta hipótesis, aunque no siempre resulte sencillo clasificar, dentro de un mismo grupo, a unos acreedores que, incluso teniendo la misma clasificación concursal (e.g., privilegiados, ordinarios o subordinados), puedan tener particularidades distintas (e.g., un acreedor puede resultar más relevante que otro para la continuidad de la actividad del deudor, o un acreedor pudo haber otorgado su crédito en distintas condiciones de información o poder de negociación), el mantenimiento de la *par condicio creditorum* tendría mayor respaldo jurídico y económico. Por tanto, conviene ser prudentes con la utilización de la *par condicio creditorum* como principio inspirador de los procedimientos concursales, no sólo por las confusiones interpretativas que puede ocasionar a los operadores del mercado sino, muy especialmente, por los efectos perjudiciales que podrían generarse en el sistema económico como consecuencia de una interpretación amplia –y, a nuestro juicio, errónea– del principio de la *par condicio creditorum*.

Por este motivo, en lugar de consagrar la *par condicio creditorum* como principio inspirador de los procedimientos concursales, en nuestra opinión, parecería más deseable que el Derecho concursal consagrara lo que, en Estados Unidos, ha pasado a denominarse el *Butner principle*, esto es, el respeto, salvo supuestos excepciones contemplados legalmente, de las relaciones jurídicas pre-existentes. De esta manera, se conseguirían los mismos efectos que con el mantenimiento de la *par condicio creditorum* entendida en sentido estricto (esto es, tratar en el concurso de acreedores de manera similar a quienes tengan la misma condición fuera del concurso), pero evitando los riesgos asociados a una interpretación amplia y, a nuestro juicio, errónea del principio de igualdad de trato entre los acreedores. Al mismo tiempo, la implementación de esta medida también permitiría cubrir determinadas lagunas legales que, en ocasiones, pueden existir durante la tramitación de un concurso de acreedores, con el consecuente beneficio para la seguridad jurídica y la promoción del crecimiento económico.

Las anteriores consideraciones nos llevan a entender que el estudio y diseño de las instituciones concursales en España parece haberse construido sobre una serie de postulados que, cuando no resultan erróneos, al menos, pueden resultar confusos, incompletos y, en ocasiones, perjudiciales para el sistema. Además, y quizás de manera más importante, el estudio del Derecho concursal no se ha realizado desde una perspectiva económica, o, si se quiere, analizando el impacto que el diseño –ni siquiera la utilización– del sistema concursal puede suponer, desde una perspectiva *ex ante*, en el comportamiento de los operadores, y, por tanto, en variables esenciales para el crecimiento y competitividad de la economía española, tales como el emprendimiento, la innovación, el coste del crédito, la solución eficiente de la insolvencia o la propia solicitud tempestiva del concurso de acreedores. Por este motivo, creemos que debería producirse un cambio de paradigma en el modo de entender, aplicar y diseñar el Derecho concursal en España.

II. La escasa utilización del concurso de acreedores en España: ¿un problema cultural o un problema académico-institucional?

Tal y como se muestra en la tabla 1, España es uno de los países con menor tasa de concursos empresariales por número de empresas de nuestro entorno.⁸ En ocasiones, se ha afirmado que esta escasa utilización del concurso de acreedores es consecuencia de una falta de cultura concursal de los empresarios españoles, que, quizás, no tienen la misma versión del emprendimiento y el fracaso empresarial que los empresarios de otros países.⁹ Sin embargo, a nuestro modo de ver, la reticencia y aversión a los procedimientos

⁸ Para un análisis general de las causas e implicaciones de la escasa utilización del concurso de acreedores en España, véase Marco Celentani, Miguel García-Posada and Fernando Gómez, *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle*, FEDEA WORKING PAPER 2010-11 (2010); Miguel García-Posada, *Insolvency Institutions and Efficiency: The Case of Spain*, BANCO DE ESPAÑA WORKING PAPERS 1302 (2013) <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/13/Fich/d1302e.pdf>); Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *Are there alternatives to bankruptcy? A study of small businesses distress in Spain*, 5 JOURNAL OF THE SPANISH ECONOMIC ASSOCIATION 287 (2014); Aurelio Gurrea Martínez, A., *The Low Use of Bankruptcy Procedures in Spain: Reasons and Implications for the Spanish Economy*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER No. 1/2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2783666). Para un análisis de las causas explicativas del concurso de acreedores a nivel mundial, véase el célebre trabajo de Stijn Claessens and Leora F. Klapper, *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, 7 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 253 (2005).

⁹ Prácticamente todos los operadores relacionados con el Derecho de la insolvencia parecen coincidir en la denominada «falta de cultura concursal». Entre el sector de los abogados, economistas y administradores concursales, puede verse, entre otras, la opinión de Pedro Prendes Carril (<http://www.diariodeleon.es/noticias/afondo/hace-falta-asentar-cultura-concursal-sociedad-espanola-480483.html>), José Enrique Contell (<http://www.grantthornton.es/noticias/ECONOMIA-3-falta-de-cultura-concursal-de-las-empresas-Jose-Enrique-Contell-feb13.pdf>), Emilio González Bilbao (<http://www.icab.cat/files/242-147802-DOCUMENTO/aGonz%C3%A1lez.pdf>), o Luis Martín Bernardo (<http://www.abc.es/economia/20141230/abci-administradores-concursales-201412291758.html>). Entre la judicatura, puede verse la opinión del magistrado Enrique Sanjuán (http://www.elmundo.es/elmundo/2009/06/15/andalucia_malaga/1245082626.html), que, en sentido contrario a lo

concursoales por parte de deudores y acreedores españoles no es un problema cultural. De hecho, todo lo contrario: es una respuesta completamente *racional* a un procedimiento escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. El motivo de este diseño tan poco atractivo del concurso se debe, en nuestra opinión, a una falta de entendimiento por parte del legislador y, muy especialmente, de la academia jurídica española, del fundamento económico de las instituciones concursales, y de la forma en que el Derecho concursal puede contribuir a la promoción del crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo.

Tabla 1. Número de concursos por cada 10.000 empresas		
País	2006	2010
España	2,6	14,6
Portugal	15	37,4
Italia	25,5	25,3
Estados Unidos	33,5	97,8
Finlandia	96,6	105,9
Alemania	96,3	89,1
Reino Unido	114,7	137,3
Hungría	135	305,3
Francia	178,6	216,6
Austria	239,8	212,2
Bélgica	107,2	124,1

Fuente: Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *El uso de los concursos de acreedores en España*, Boletín Económico del Banco de España (2012)

A nuestro modo de ver, la escasa utilización del concurso de acreedores en España no se debe a factores sociológico-culturales sino, más bien, a un problema académico-institucional: el modo tradicional de entender y diseñar el Derecho concursal en España. En efecto, tradicionalmente en España no se ha analizado el impacto que el diseño del sistema concursal puede suponer, desde una perspectiva *ex ante*, en el comportamiento de los individuos. Por este motivo, apartándonos de los modelos tradicionales de Derecho concursal “pro-deudor” (e.g., Estados Unidos o Francia) o Derecho concursal “pro-acreedor” (e.g., Reino Unido o Alemania), España ha conseguido algo único a nivel mundial: un Derecho concursal que, al mismo tiempo, resulta anti-deudor y anti-acreedor.¹⁰ Esta proeza

que será expuesto en este trabajo, manifiesta que la Ley Concursal no necesita ser cambiada, sino que bastaría con “culturar” al empresariado español para acudir al concurso (<http://sialapyme.com/cuidado-con-los-fondos-buitre-cuando-entramos-en-concurso-de-acreedores/>). Entre la doctrina, véase por todos, la opinión del profesor Ángel Rojo, alegando que nos falta cultura concursal, y que el concurso puede verse como una solución y no sólo como un problema (<http://www.laopinioncoruna.es/economia/2009/04/16/angel-rojo-lamentable-desaparezcan-empresas-lentitud-judicial/277843.html>).

¹⁰ Resaltando esta “proeza” del legislador concursal español, y culpando principalmente a la academia jurídica española por este tipo de deficiencias normativas, véase Aurelio Gurrea Martínez, *La proeza del legislador concursal español* (<http://www.expansion.com/juridico/opinion/2016/11/24/583730f622601d17498b45dc.html>).

del legislador español se debe, a nuestro modo de ver, a la forma en que se ha entendido, aplicado y diseñado el Derecho concursal en España, que es algo en lo que ha influido enormemente la *academia* jurídica española, no sólo por su papel en el proceso legislativo (principalmente, a través de la Comisión General de Codificación), sino también por la importancia que los académicos españoles tienen en el conocimiento y aplicación del Derecho concursal, al ser autores de las principales referencias bibliográficas que sirven (o han servido) de base para la formación de abogados, jueces y otros operadores jurídicos.¹¹

Por tanto, como consecuencia de esta “proeza” del legislador concursal español de conseguir un sistema anti-deudor y anti-acreedor, la escasa utilización del concurso no creemos que se deba –como parece entenderse por gran parte de la doctrina y de los profesionales de la insolvencia– a un problema sociológico-cultural. De hecho, todo lo contrario: la minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia y/o la reticencia *ex post* a la utilización del concurso de acreedores supone la respuesta *racional* a un sistema que resulta poco atractivo para todos. Y como será examinado a continuación, esta minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia y/o reticencia *ex post* a la utilización del concurso podrá suponer consecuencias perjudiciales para el emprendimiento, innovación, financiación y competitividad de las empresas españolas.

III. Motivos e implicaciones económicas del escaso uso del concurso de acreedores en España

La escasa utilización de los procedimientos concursales puede deberse, con carácter general, a dos posibles factores: (i) la minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia por parte de las empresas, los acreedores y/o, en su caso, el propio sistema legal; o (ii) la no utilización del concurso una vez que las empresas devienen insolventes. La *minimización ex ante* del riesgo de insolvencia puede realizarse o, en su caso, incentivarse por varios operadores. En primer lugar, los propios deudores, conscientes de los costes y/o el estigma derivado de una situación de insolvencia (sobre todo, como veremos, en España), pueden tener incentivos para tener estructuras económicas y financieras sub-óptimas que permitan minimizar el riesgo de insolvencia. Por ejemplo, pueden tener activos poco rentables e innovadores pero con muy bajo nivel de riesgo (como podrían ser las existencias o los inmuebles), o pueden disminuir sus niveles de deuda, y, de esta manera, evitar el riesgo de

¹¹ Examinando los perjuicios económicos ocasionados por el tipo de análisis eminentemente descriptivo y *ex post* realizado en la academia jurídica española, y comentando la forma en que los académicos españoles impactan tanto en el diseño legislativo (*law on the books*) como en la aplicación de las leyes (*law in action*), puede verse Aurelio Gurrea Martínez, *Implicaciones económicas de la falta de innovación en la academia jurídica española*, EL NOTARIO DEL SIGLO XXI, MARZO-ABRIL 2017 (<http://www.elnotario.es/index.php/opinion/7528-implicaciones-economicas-de-la-falta-de-innovacion-en-la-academia-juridica-espanola>).

devenir insolvente.¹² En segundo lugar, esta minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia también puede ser incentivada por los acreedores, por ejemplo, a través de *covenants* (sobre todo, aquellos relacionados con los niveles de solvencia de la compañía) o, en su caso, a través de exigir como garantías activos inmobiliarios (que, desde la perspectiva de los deudores, incentiva tener estructuras económicas menos rentables e innovadoras pero también menos arriesgadas). Finalmente, esta minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia también puede ser incentivada por el propio legislador mediante tratamientos preventivos de la insolvencia, por ejemplo, exigiendo –como, por ejemplo, acontece en Cuba para las inversiones extranjeras¹³– que la creación de una nueva empresa sea acompañada de un informe sobre la viabilidad del proyecto (para que así sólo accedan al mercado aquellas con mayores posibilidades de éxito), o, como acontece en la mayor parte de legislaciones de nuestro entorno, previendo medidas societarias preventivas en situaciones de pre-insolvencia.¹⁴

En nuestra opinión, existen motivos para pensar que las empresas españolas minimizan, directa o indirectamente, su riesgo de insolvencia desde una perspectiva *ex ante*. A tal efecto, sirva de ejemplo para apoyar nuestra hipótesis los datos que se ofrecen a continuación en las tablas 2, 3 y 4.

Tabla 2. Ratio de capital (Capital social/Total financiación)				
País/Año	PYMEs		Todas las empresas	
	2006	2011	2006	2011
España	40%	45%	37%	38%
Alemania	32%	35%	31%	32%
Francia	32%	32%	32%	32%
Italia	26%	31%	29%	31%

Fuente: BACH, Outlook 1, SMEs in European countries, October 2013 (disponible en <https://www.bach.banque-france.fr/?page=archives>)

Tabla 3. Activos no corrientes de naturaleza tangible/ Total activos (%) 2006				
Pequeñas empresas	España	Francia	Alemania	Italia
Manufacturing	20.6	10.5	14.8	16.9
Electricity, gas and water supply	40.3	20.1	61.6	51.4
Construction	12.0	6.8	9.8	7.0

¹² Téngase en cuenta que la mejor forma de evitar la insolvencia es, simplemente, no asumir deuda. De esta manera, una empresa podrá arrojar pérdidas o ser económicamente inviable pero, por definición, nunca podrá ser “insolvente”, en la medida en que la insolvencia suele definirse como imposibilidad de pago de obligaciones frente a terceros (v., por ejemplo, el art. 2.2 LC).

¹³ Véase Ley No 118 de Inversión Extranjera de 29 de marzo de 2014.

¹⁴ Estas medidas podrían incluir, por ejemplo, la reducción obligatoria de capital y/o la disolución de sociedades, que pueden concebirse como medidas de carácter preventivo o, si se quiere, preconcursal existentes en la mayor parte de países de tradición civilista.

Wholesale and retail trade	13.3	6.5	7.2	5.9
Hotels and restaurants	40.8	32.3	25.5	46.5
Transports, storage and communications	20.5	10.7	33.7	12.9
Real estate, renting and business activities	22.0	2.5	11.4	4.6
Media	24.2	12.8	23.4	20.7
Empresas medianas	España	Francia	Alemania	Italia
Manufacturing	23.4	13.6	18.1	16.1
Electricity, gas and water supply	55.6	26.9	67.6	24.5
Construction	6.9	4.9	7.0	6.4
Wholesale and retail trade	11.9	6.4	7.4	5.6
Hotels and restaurants	50.7	30.1	25.8	31.3
Transports, storage and communications	28.0	8.0	24.8	10.4
Real estate, renting and business activities	4.5	2.8	11.9	2.9
Media	25.9	13.2	23.2	13.9
Empresas grandes	España	Francia	Alemania	Italia
Manufacturing	20.9	16.0	18.6	16.0
Electricity, gas and water supply	48.0	44.4	50.3	0.6
Construction	3.4	3.7	8.5	3.7
Wholesale and retail trade	16.4	5.9	6.8	5.3
Hotels and restaurants	16.0	22.0	28.4	13.3
Transports, storage and communications	44.7	7.2	17.7	15.6
Real estate, renting and business activities	7.0	2.9	13.4	3.0
Media	22.3	14.6	20.5	8.2
Fuente: Marco Celentani, Miguel García-Posada and Fernando Gómez, <i>The Spanish Business Bankruptcy Puzzle</i> , FEDEA WORKING PAPER 2010-11 (2010)				

Tabla 4. Solicitudes de patentes										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Francia	17.275	17.249	17.109	16.419	15.693	16.580	16.754	16.632	16.886	16.533
Alemania	60.222	60.585	60.992	62.417	59.583	59.245	59.444	61.340	63.167	65.965
Italia	9.331	10.903	10.125	9.449	9.717	9.723	9.721	9.310	9.212	9.382
España	3.353	3.427	3.532	3.884	3.803	3.779	3.626	3.475	3.244	3.178
Fuente: WIPO Statistics Database										

Como puede apreciarse en los datos anteriores, las empresas españolas tienen menos niveles de deuda, patentes y activos específicos e innovadores que otras empresas de nuestro entorno. Lógicamente, la mera observación de estos datos no permite afirmar que exista una *relación causal* entre el sistema concursal español y las ineficientes estructuras económicas y financieras de nuestras empresas. No obstante, las cifras presentadas, al menos, no dejan de resultar consistentes con nuestra hipótesis. Por tanto, existen indicios para pensar que, como consecuencia de la falta de atractivo del Derecho concursal español

(entre otra multitud de factores), las empresas españolas tienden a minimizar *ex ante* el riesgo de insolvencia. Y de ser así, no sólo se disminuyen las posibilidades de financiación de las empresas españolas, en la medida en que se desincentivaría el uso de deuda (cuya utilización, además, podría generar otros beneficios adicionales para la compañía, tales como una posible mejora en su gobierno corporativo¹⁵), sino que, además, desde la perspectiva del activo, se disminuyen las inversiones en activos intangibles y gastos de investigación, innovación y desarrollo, que resultan más arriesgados –aunque, en caso de éxito, también más rentables– que otros activos no específicos como los inmuebles o las mercaderías. Por tanto, no sólo se perjudica la financiación de las empresas españolas, sino también sus niveles de competitividad e innovación.

No obstante, la falta de utilización del concurso de acreedores en España también parece deberse a la reticencia *ex post* de las instituciones concursales, esto es, a una reticencia a la utilización del concurso una vez que se produce la insolvencia. En estos casos, una vez el deudor deviene insolvente, existen, por lo general, dos posibles alternativas al concurso: (i) alcanzar un acuerdo extrajudicial; o (ii) no “hacer nada” y/o, en su caso, acordar el “cierre de hecho” de la compañía (esto es, acordar el cierre de la compañía o dejarla prácticamente sin actividad, aunque sin producirse la disolución, liquidación y extinción formal de la compañía en el Registro Mercantil), que es algo que, normalmente, vendrá acompañado de una serie de ejecuciones individuales por parte de los acreedores más diligentes o mejor informados.

En el primer caso, esto es, cuando el motivo de no utilizar el concurso de acreedores se deba al hecho de haber alcanzado un acuerdo extrajudicial con los acreedores (que, no obstante, no parece ser tan frecuente en España, a pesar de las estructuras de deuda concentrada de las empresas españolas y de las relaciones cercanas y repetitivas existentes entre deudores y acreedores españoles, que son factores que deberían facilitar estos acuerdos¹⁶), nos encontraríamos ante un escenario *deseable* para el sistema. En estos casos, las empresas no minimizarían *ex ante* el riesgo de insolvencia (por lo que no verían perjudicados sus niveles de innovación, financiación y competitividad) y, además, se lograrían ahorrar los costes directos e indirectos del concurso. Por tanto, se lograría una solución más eficiente *ex post* sin perjudicar la eficiencia *ex ante* del sistema en su conjunto.

¹⁵ Explicando estos beneficios, véase Aurelio Gurrea Martínez, *El impacto de los beneficios fiscales de la deuda en la financiación de las empresas y la estabilidad del sistema financiero*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 1/2017.

¹⁶ Para un mayor análisis de esta hipótesis alternativa, véase Aurelio Gurrea Martínez, *The Low Use of Bankruptcy Procedures in Spain: Reasons and Implications for the Spanish Economy*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER 5/2016.

Sin embargo, en el segundo caso (esto es, el “cierre de hecho” de empresas, normalmente, acompañado de ejecuciones individuales) que, por eliminación, sería el escenario más frecuente en España, podrían producirse varios resultados perjudiciales para el sistema. Desde una perspectiva *ex post*, las ejecuciones individuales (o, si finalmente se acudiera al concurso, el mero retraso en la solicitud de concurso) puede provocar la destrucción de valor de empresas viables que, simplemente, se encuentren atravesando problemas financieros. Por tanto, junto a la posible destrucción de trabajo, riqueza y bienestar social que, desde una perspectiva *ex post*, podría generar la destrucción o pérdida de valor de una empresa viable, desde una perspectiva *ex ante*, esta destrucción de valor *ex post* también puede perjudicar el acceso al crédito. En efecto, en la medida en que, en estos sistemas concursales, los acreedores podrían prever *ex ante* que, en un hipotético escenario de insolvencia, los deudores realizarán una serie de conductas que, en última instancia, pueden suponer una destrucción de valor de la empresa y, por tanto, una menor satisfacción de sus créditos, podrán resultar más reticentes a la concesión de crédito y/o, en su caso, podrán exigir condiciones más onerosas por el mismo. Por tanto, en ambos casos se perjudicará la financiación y competitividad de las empresas españolas.

En nuestra opinión, la escasa utilización del concurso de acreedores en España se debe, entre otros factores no concursales que serán examinados en el último epígrafe de este trabajo, a la conjunción de los factores examinados, esto es: (i) la minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia; y (ii) la reticencia *ex post* al uso del concurso una vez que las empresas devienen insolventes. Y ambos resultados son la respuesta *racional* a un sistema que resulta escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. Asimismo, y aunque no sea objeto de nuestro análisis (que se centra en examinar el ineficiente diseño de la legislación *concurzal* española), existen otra serie de factores legales y económicos que también han contribuido a esta minimización *ex ante* del riesgo de concurso. Entre estos factores se encuentra: (i) el diseño de un *Derecho de sociedades* altamente protector de los intereses de los acreedores (que desincentiva la utilización de deuda y, en ocasiones, como consecuencia de las normas relativas a la disolución de sociedades, puede expulsar del mercado empresas viables que se encuentran atravesando una situación temporal de pérdidas¹⁷); (ii) un *Derecho de garantías* altamente centrado en hipotecas (que incentiva la inversión en activos no específicos como inmuebles o existencias a expensas de otros activos como patentes y derechos de propiedad intelectual que resultan más innovadores pero también más arriesgados); (iii) un *sistema hipotecario* mucho más eficiente que el

¹⁷ Aurelio Gurrea Martínez, *El impacto de los beneficios fiscales de la deuda en la financiación de las empresas y la estabilidad del sistema financiero*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 1/2017 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2899871)

sistema concursal (que incentiva que los acreedores financieros, para reducir su grado exposición al concurso, intenten utilizar el sistema hipotecario como alternativo al concurso); y (iv) unas ineficientes *prácticas de préstamo bancario* basadas en la concesión del préstamo en función de las garantías –y no de la viabilidad– ofrecida por el deudor, que no sólo incentivará que las empresas inviertan en activos no específicos (principalmente, inmuebles y existencias) para poder ofrecer como garantías sino que, además, puede perjudicar el sistema económico generando otra serie de externalidades. Por un lado, puede incentivar la concesión de préstamos a proyectos inviables (*overinvestment problem*) o, lo que es lo mismo, proyecto que destruyan valor en el sistema, y que, por tanto, no deberían ser financiados. Por otro lado, puede provocar que no se financien proyectos de inversión viables que puedan generar riqueza y bienestar social y, por tanto, deban ser financiados (*underinvestment problem*). Finalmente, esta ineficiente cultura de préstamo bancario incentivará que el prestamista (en estos casos, entidades financieras) no vigile, en beneficio de todos, el comportamiento y gobierno corporativo del deudor. Por tanto, puede perjudicar el gobierno corporativo de las empresas.

En cualquier caso, y por volver a las ineficiencias de la legislación concursal española, son varios los aspectos que nos hacen concluir que España tiene un Derecho concursal escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. En el caso de los *deudores*, esta falta de atractivo la encontramos, principalmente, en cuatro aspectos: (i) la falta de una *efectiva* segunda oportunidad para el deudor persona natural honesto pero desafortunado; (ii) la excesiva responsabilidad de los administradores sociales (que combina la responsabilidad por insuficiencia de activo del Derecho francés y la responsabilidad por daños del sistema inglés y alemán); y (iii) el estigma derivado del “etiquetado” como deudor culpable (razonablemente asociado a fraudulento), incluso en posibles situaciones de insolvencia fortuita;¹⁸ y (iv) los excesivos formalismos y falta de flexibilidad del procedimiento. Por tanto, como consecuencia de este Derecho concursal “anti-deudor”, los deudores españoles tienen incentivos a minimizar *ex ante* el riesgo de insolvencia (asumiendo menos deuda que en otros países de nuestro entorno, o invirtiendo en activos menos arriesgados e innovadores) o, como se ha comentado, a evitar a toda costa el concurso, incluso en supuestos de empresas viables atravesando problemas financieros.

¹⁸ V., en este sentido, Aurelio Gurrea Martínez, LA CALIFICACIÓN CULPABLE DEL CONCURSO POR ERRORES E INCUMPLIMIENTOS CONTABLES (Thomson Reuters, 2016, 33-40) y, por el mismo autor, *La paradójica calificación culpable del concurso con insolvencia fortuita* (<http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/concursal/la-paradojica-calificacion-culpable-del-concurso-con-insolvencia-fortuita>).

En el caso de los *acreedores*, la situación no es mucho más favorable. Por un lado, el legislador español no incentiva, inexplicablemente, la solución eficiente de la insolvencia. Probablemente, por una falta de entendimiento de los fundamentos económicos del Derecho concursal, o, quizás, por una incentivos eminentemente políticos, incentiva el convenio frente a la liquidación, incluso aunque se trate de empresas inviables, o de empresas viables gestionadas por socios/administradores incompetentes o incluso desleales (que lo que habría que incentivar no es un convenio sino la rápida liquidación –y venta en bloque– de la empresa a unos nuevos dueños). Por otro lado, no permite a los acreedores forzar la liquidación de empresas inviables, incluso cuando hubieran cesado en su actividad empresarial, y tampoco protege adecuadamente a los acreedores asegurados del uso oportunista de la paralización de ejecuciones por parte del deudor. Además, esta pérdida de valor que puede producir (para todos) la solución ineficiente de la insolvencia o (para los acreedores asegurados) el uso oportunista de la paralización de ejecuciones, puede provocar que los acreedores (sobre todo, acreedores financieros) tengan que dotar mayores pérdidas por deterioro de valor (antiguas provisiones). En consecuencia, la posibilidad de incrementar las pérdidas contables y, por tanto, perjudicar los estados financieros y la solvencia de la entidad, generará una mayor aversión de los acreedores al concurso.

Por su parte, los acreedores ordinarios tampoco se encuentran debidamente tutelados. Por un lado, y como se ha comentado, se incentiva en todo caso el convenio frente a la liquidación, con independencia de que sea o no la solución eficiente al problema de la insolvencia. Por otro lado, existe una postergación de los acreedores ordinarios a los acreedores públicos que, a nuestro modo de ver, no se encuentra justificada. Por otro lado, el Derecho concursal español no permite que, si los acreedores lo manifestaran expresamente, tuvieran una participación activa en el procedimiento mediante la creación de un comité de acreedores. Asimismo, el Derecho español tampoco reconoce el derecho de los acreedores de forzar la liquidación de la empresa cuando prueben que el grado de satisfacción de sus créditos resultaría superior en un hipotético escenario de liquidación que en un escenario de convenio (cláusula conocida como el *best interest of creditors test*). Finalmente, la legislación concursal española tampoco respeta con rigor la denominada regla de prioridad absoluta (o *absolute priority rule*), consistente –para el ámbito que nos concierne– en que los accionistas no pueden recibir ningún interés económico en la empresa insolvente (ni siquiera la propia titularidad de sus acciones o participaciones) hasta que los acreedores no hayan cobrado íntegramente sus créditos o, en su caso, hubieran renunciado voluntariamente (en todo o en parte) a la satisfacción de sus créditos en favor de los socios (que será algo que normalmente hagan cuando los socios/administradores

aporten valor a la empresa, que es algo que acontecerá, generalmente, en el caso de empresas viables). En consecuencia, esta falta de protección de los acreedores incentiva, en buena medida, la reticencia y aversión de los acreedores españoles al concurso.

IV. Propuesta de reforma de la Ley Concursal

La legislación concursal española refleja una falta de entendimiento de los fundamentos económicos del concurso de acreedores y del impacto que el Derecho concursal puede suponer en el acceso y coste del crédito, la estructura económica y financiera de las empresas, o el grado de eficiencia, innovación y competitividad de la economía española. En nuestra opinión, resulta necesaria una *reforma estructural* de la Ley Concursal que, abandonando el modo tradicional de entender y diseñar el Derecho concursal en España, incorpore este nuevo paradigma que proponemos en el estudio del Derecho concursal. A tal efecto, y partiendo de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal, a continuación se exponen una serie de propuestas de reforma legislativa que, en nuestra opinión, podrían incrementar significativamente la eficacia, eficiencia y atractivo del concurso tanto para deudores como para acreedores.

1. *Efectiva segunda oportunidad para el deudor honesto pero desafortunado.*- El legislador español debería implementar una *efectiva* segunda oportunidad para el deudor honesto pero desafortunado.¹⁹ Esta liberación de deudas debería quedar restringida a deudores de buena fe. Sin embargo, una vez que el deudor ha entrado en el sistema, la mayor parte de sus deudas deberían resultar exonerables y, además, en un periodo relativamente breve de tiempo.²⁰ De esta manera, el Derecho concursal podría servir, tal y como debiera, como “seguro” ante el fracaso empresarial y la incapacidad *imprevisible* de pagos de empresarios individuales y consumidores. En consecuencia, contribuiría a fomentar, desde una perspectiva *ex ante*, el consumo, el emprendimiento y la inversión de manera responsable (ya que, en definitiva, los deudores no responsables quedarían excluidos de este beneficio de

¹⁹ En el Derecho concursal español, los gastos del procedimiento, los créditos públicos y los créditos sujetos a garantía real no resultan descargables (art. 178 bis 5 LC). Para un análisis de la figura de la exoneración de deudas en el Derecho español, véase Fernando Gómez, *La segunda oportunidad del deudor persona individual en Derecho español y el RDL 1/2015*, 40 ACTUALIDAD JURÍDICA URÍA MENÉNDEZ 52 (2015) (disponible en <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4746/documento/art04.pdf?id=5934>). Para una propuesta de implementación de un efectivo régimen de liberación de deudas de la persona natural, véase, por ejemplo, los trabajos de Matilde Cuenca Casas, *Ley de emprendedores y exoneración de deudas o fresh start*, 31 ANUARIO DE DERECHO CONCURSAL 123 (2014) y Santiago Senent, *Exoneración del pasivo insatisfecho y concurso de acreedores*, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID (2015) (disponible en <http://eprints.sim.ucm.es/28133/1/T35661.pdf>).

²⁰ Por ejemplo, el periodo máximo sugerido por el Fondo Monetario Internacional para la liberación de deudas es de 3 años (disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr14192.pdf>).

la exoneración de deudas), y, desde una perspectiva *ex post*, permitiría la rehabilitación económica del deudor honesto pero desafortunado.²¹

2. *Moderación y unificación del régimen de responsabilidad de los administradores sociales en el concurso.*- Los administradores de las sociedades españolas están sujetos dentro del concurso a uno de los regímenes de responsabilidad más severos de nuestro entorno. Por un lado, están sujetos a una responsabilidad general por daños, de manera similar a lo que acontece en Alemania o Reino Unido. Por otro lado, están sujetos a la posible cobertura del pasivo insatisfecho, de manera similar a lo que acontece en Francia. Esta responsabilidad patrimonial de los administradores se acumula, además, a otra serie de sanciones civiles tales como inhabilitaciones o pérdidas de derechos en el concurso. En nuestra opinión, el estricto régimen de responsabilidad de administradores frente a acreedores existente en el Derecho concursal español puede desincentivar la utilización de deuda y la asunción responsable de riesgos, máxime, teniendo en cuenta, que la mayor parte de los administradores de pequeñas y medianas empresas españolas (esto es, la mayor parte de empresas españolas) no se encuentran asegurados.²² Por este motivo, parecería deseable incorporar un único régimen de responsabilidad de los administradores que, además, tuviese naturaleza claramente resarcitoria. En este sentido, la responsabilidad por *wrongful trading* prevista en el Derecho inglés sería, probablemente, el sistema más eficiente de responsabilidad. Conforme a este régimen, los administradores sólo pueden ser sancionados si, una vez que surge la insolvencia, y previendo que la entidad no tendrá activos suficientes para pagar a todos los acreedores, no tomaron las medidas que estimaron oportunas para minimizar las pérdidas a los acreedores sociales (e.g., solicitud de concurso, reestructuración fuera del concurso, etc.). Además, la cuantía de la sanción se determinará conforme a un sistema general de responsabilidad por daños. Por tanto, exigiría la prueba de la conducta contraria a este interés de los acreedores, el daño provocado a los acreedores, y la relación de causalidad entre la conducta y el daño.

²¹ Debería ser resaltado, no obstante, que la implementación de una descarga de deudas podría generar un incremento del coste del crédito. Sin embargo, existen razones teóricas, e incluso evidencia empírica, avalando que, en términos medios, la implementación de una segunda oportunidad resulta deseable para la promoción del crecimiento económico. V., entre otros, Kenneth Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, 23 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 161 (2007); John Armour and Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 303 (2008).

²² De acuerdo con un reciente estudio sobre la utilización de seguros por parte de los administradores de empresas españolas, sólo el 34,5% de los administradores de empresas pequeñas y medianas (que, como es sabido, constituye la mayor parte del tejido empresarial español) se encuentran asegurados (<http://www.fideslan.com/upload/noticias/57/archivo-exekutiboen-aseguruak-537307ad75a2c.pdf>).

3. *Supresión del etiquetado de los deudores y/o, en su defecto, reforma de la sección de calificación del concurso.*- El legislador español debería derogar o, cuando menos, reformar el arcaico y, a nuestro juicio, difamatorio sistema de calificación del concurso vigente en España desde 1737.²³ En esencia, esta institución tiene por objeto el etiquetado de los deudores insolventes. Si el deudor resulta etiquetado como culpable, se le impondrán una batería de sanciones (más allá de la sanción reputacional asociada a la calificación culpable). De etiquetarse como fortuito, no se le impondrá ninguna sanción. Y de no abrirse la sección de calificación del concurso (para lo que bastará la aprobación de un “convenio no gravoso”, incluso en supuestos en que la liquidación pueda ser un escenario más deseable), no se impondrá ningún etiquetado, por lo que el deudor saldrá indemne, con independencia de las conductas irregulares e incluso fraudulentas que hubiera podido cometer con anterioridad a la declaración de concurso. En nuestra opinión, el mantenimiento de la sección de calificación, que resulta una arcaica y difamatoria institución concursal inexistente en los principales países de nuestro entorno, resulta inadmisibles por diversos motivos. En primer lugar, contribuye a la estigmatización de la insolvencia. Y estigmatizar la insolvencia no sólo puede ser criticable desde el punto de vista estrictamente jurídico (sobre todo, desde el punto de vista de la dignidad de aquellos deudores que, como será comentado, incluso pueden ser etiquetados como culpables aunque prueben que la insolvencia se ha generado por causas fortuitas), sino que también puede resultar gravemente perjudicial para el crecimiento y competitividad de la economía española. En efecto, por un lado, la estigmatización de la insolvencia puede desincentivar la asunción de riesgos y deuda (que sería la mejor forma de minimizar, desde una perspectiva ex ante, el riesgo de insolvencia). Por tanto, no sólo disminuirían las posibilidades de financiación de las empresas españolas, sino que también se fomentará que se invirtiera en proyectos menos arriesgados e innovadores. Por otro lado, puede dilatar la apertura del concurso de acreedores, disminuyendo, de esta manera, las posibilidades de salvar empresas viables, o de liquidar rápidamente negocios inviables, en perjuicio de los acreedores y de la sociedad en su conjunto. Finalmente, la estigmatización de la insolvencia también puede dificultar la rehabilitación económica de un deudor que ha atravesado un concurso de

²³ Proponiendo la supresión o, en su caso, reforma estructural de la sección de calificación del concurso, véase Aurelio Gurrea Martínez, A., *La incomprensible vigencia de la sección de calificación en el Derecho concursal español del siglo XXI (The incomprehensible survival of the insolvency proceeding in the Spanish Insolvency Law of the 21st century)*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER No. 1/2016, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710117

acreedores y, aunque hubiera podido probado el carácter fortuito de su insolvencia, incluso ha podido ser castigado con la calificación culpable.

En segundo lugar, la existencia de la calificación del concurso incentiva la realización de conductas oportunistas que no sólo puedan provocar resultados ineficientes sino también injustos. Por un lado, incentiva que empresas inviables o empresas viables gestionadas por las personas inadecuadas (que serán quienes tengan más incentivos para evitar la calificación) pospongan o, en la medida de lo posible, eviten la apertura de la liquidación (que implica automáticamente la apertura de la sección de calificación), en perjuicio de los acreedores y de la salvación de empresas viables. Por otro lado, la normativa actual permite castigar a deudores honestos pero desafortunados (que prueben que, a pesar de concurrir determinados incumplimientos, su situación de insolvencia se motivó por causas fortuitas) y, sin embargo, dejar indemnes a posibles deudores culpables o fraudulentos que hubieran causado o agravado la insolvencia de mala fe. En efecto, conforme a la normativa concursal española, el deudor puede acabar etiquetado como “culpable” (que razonablemente puede asociarse a fraudulento, no sólo por una cuestión terminológica, sino también porque los supuestos actuales de concurso culpable integran algunos supuestos antiguos de quiebra fraudulenta), incluso aunque pruebe que su situación de insolvencia se ha generado de manera fortuita (e.g., piénsese en un empresario individual que deviene insolvente por haber perdido su mejor cliente y, aunque llevara todos sus libros y registros fiscales, no lleva los libros de contabilidad exigidos por el Código de Comercio). Además, también puede producirse lo contrario, esto es, que no se castigue (ni con el calificativo de culpable ni con ninguna otra sanción asociada a la calificación culpable) a quienes hubieran cometido irregularidades contables relevantes (incluso de manera fraudulenta) pero, sin embargo, hubieran “maniobrado” para que no se abriera la sección de calificación. Por tanto, el sistema de calificación del concurso no sólo resulta injustificado en términos de eficiencia sino también de justicia.

En tercer lugar, la existencia de la calificación del concurso resulta innecesaria (además de indeseable) para cumplir la función represiva y solutoria que el legislador español parece atribuir a esta arcaica y difamatoria institución concursal. Desde la perspectiva de la función solutoria, si el objetivo es que, en determinados supuestos, el deudor y/o sus socios o administradores respondan por los daños ocasionados, y, de esta manera, se contribuya a maximizar el grado de satisfacción de los acreedores, el etiquetado (previo) de los deudores resulta innecesario para

alcanzar este resultado. Tal y como ocurre en otros ordenamientos de nuestro entorno, podría imponerse la responsabilidad patrimonial sin etiquetado previo y listo. Asimismo, y desde la perspectiva de la función represiva, el etiquetado tampoco resulta necesario. Si el deudor hubiera cometido alguna conducta fraudulenta o criminal, tenemos un precioso Código Penal para castigar este tipo de conductas. Por su parte, si, simplemente, el deudor hubiera incumplido determinadas obligaciones legales (e.g., incumplimiento del deber de llevanza de libros de contabilidad), podría imponerse una sanción de inhabilitación sin necesidad del etiquetado previo, tal y como ocurre en el Derecho inglés.

En nuestra opinión, la existencia de la sección de calificación en el Derecho concursal español del siglo XXI refleja, una vez más, el problema de la falta de innovación de la academia jurídica española, así como una profunda falta de entendimiento de los fundamentos económicos del concurso de acreedores (que es lo que, en nuestra opinión, ha motivado la “proeza” del legislador español para diseñar un sistema concursal que, al mismo tiempo, resulta anti-deudor y anti-acreedor). A nuestro modo de ver, si un deudor hubiera defraudado a sus acreedores o hubiera cometido algún otro tipo de conducta fraudulenta, debería estar sujeto a sanciones penales; si un deudor incumpliera con las obligaciones básicas de un usuario cualificado del tráfico mercantil, debería estar sujeto a un sistema de inhabilitaciones que pudieran apartarlo temporalmente del mercado; y si un deudor hubiera realizado actos concretos que hubieran generado un daño a los acreedores y estos actos no estuvieran cubiertos por la business judgment rule, debería estar sujeto a un sistema de responsabilidad por daños. Pero mantener el etiquetado (o calificación) de los deudores, no sólo perjudica la solución eficiente de la insolvencia e incentiva el diseño oportunista del concurso sino que, además, permite sancionar con el calificativo de culpable a posibles deudores “fortuitos”; permite no sancionar a deudores deshonestos e incluso fraudulentos que maniobren para evitar la apertura de la calificación; y contribuye, en fin, a perpetuar, sin fundamento alguno, el estigma de la insolvencia, con el consecuente perjuicio para el emprendimiento, la innovación y la solicitud tempestiva del concurso.

4. *Promoción de la solución eficiente de la insolvencia.* - El legislador concursal debería promover la solución eficiente de la insolvencia, con independencia de que se trate de un *convenio o reorganización* (si la empresa es viable, no sólo por sus activos/modelo de negocio sino, además, por la forma en que la gestionan sus actuales accionistas/administradores), o de una *liquidación*, ya sea como unidad

productiva (si la empresa fuera viable pero los acreedores no creyeran en la capacidad o en la honestidad de los socios/administradores) o, en su caso, mediante la venta separada de los activos (cuando los activos no tengan ningún valor de conjunto). Solo de esta manera se conseguirá, desde una perspectiva *ex post*, la maximización del grado de satisfacción de los acreedores y la reasignación eficientes de unos recursos que, por definición, se presumen escasos, sino que, desde un punto de vista *ex ante*, se promovería la facilitación del crédito al menor coste posible. Por este motivo, resulta necesaria la implementación de una serie de medidas que tengan por objeto la promoción de la solución eficiente de la insolvencia. Estas medidas deberían incluir:

4.1. *Abolición de la preferencia del convenio a la liquidación.*- De acuerdo con la Exposición de motivos de la Ley Concursal, la función esencial del concurso es la maximización del grado de satisfacción de los acreedores. Sin embargo, el legislador español no parece consistir con este objetivo. Tal y como expresamente señala en la propia Exposición de motivos, declara el convenio como la “solución normal” del concurso. Por tanto, considera indirectamente a la liquidación como solución “anormal”, perjudicando, de esta manera, la imagen de una solución del concurso que, en ocasiones, puede resultar más beneficiosa no solamente para los acreedores (e.g., piénsese en una liquidación en la que se lograra pagar el 70% de los créditos y un convenio en los acreedores recibieran el 50% de sus créditos), sino también para el sistema. Además, esta preferencia del legislador español por el convenio sobre la liquidación se manifiesta a través de una serie de medidas adicionales tendentes a incentivar el convenio, tales como la apertura de la sección de calificación en *todo* supuesto de liquidación pero en supuestos limitados de convenio, o en la propia configuración del concurso como un procedimiento que se tramitará como reorganizativo (tendente, en principio, a la consecución de un convenio), salvo que transcurran una serie de etapas o el deudor solicite voluntariamente la liquidación (que, con el sistema actual, no tiene incentivos para hacerlo) o, en supuestos de falta de actividad, sea la administración concursal quien solicite la liquidación. En nuestra opinión, esta preferencia del convenio sobre la liquidación resulta gravemente perjudicial para el interés de los acreedores y, en general, para

el sistema.²⁴ *Ex ante*, incentiva a empresas económicamente inviables a alcanzar un convenio a cualquier precio (incluyendo, en ocasiones, prácticas fraudulentas) o a posponer oportunistamente la apertura de la liquidación. Por tanto, no sólo puede suponer una destrucción de valor en perjuicio de los acreedores sino que, desde un punto de vista *ex ante*, este comportamiento oportunista y destructivo del deudor puede generar una mayor aversión de los acreedores a los procedimientos concursales y, por tanto, un posible incremento del coste del crédito. *Ex post*, esta preferencia del convenio sobre la liquidación no sólo supondría una solución ineficiente de la insolvencia sino que, además, también puede crear incentivos perversos para que posibles socios/administradores incompetentes o deshonestos de empresas *viables* dilaten oportunistamente la apertura de la liquidación y, por tanto, la posible venta de la compañía a un tercero que, en su caso, pueda mantener la actividad y los puestos de trabajo. Por este motivo, la Ley Concursal debería reformarse para promover, tanto en la propia Exposición de Motivos como, en general, en el articulado de la Ley, una solución neutral y eficiente de la insolvencia, ya se trate de un convenio, de una liquidación, o de una venta de unidades productivas.

- 4.2. *Implementación de la cláusula del mejor interés de los acreedores* (best interest test).- La eficiente solución de la insolvencia debe ser garantizada como medida esencial para minimizar comportamientos oportunistas y promover la mejora del bienestar colectivo mediante la maximización (ex post) del grado de satisfacción de los acreedores y la minimización ex ante del coste de la deuda. Por este motivo, varias medidas adicionales deberían ser implementadas para promover este resultado. Entre estas medidas, resulta especialmente deseable la incorporación en España de la denominada cláusula del “mejor interés de los acreedores” (o *best interests test*), consagrada expresamente en el artículo 1129(a)(7) de la normativa de insolvencia de Estados Unidos. Conforme a este principio, todo acreedor tiene derecho a impugnar el convenio cuando pruebe que el grado de satisfacción de su crédito sería superior en un eventual escenario de liquidación.²⁵ De esta manera, el legislador incentiva, indirectamente, que

²⁴ Desarrollando este argumento, véase Aurelio Gurrea Martínez, *La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución del concurso de acreedores*, en Ángel Rojo/Ana Campuzano (eds.), *LA LIQUIDACIÓN DE LA MASA* (Civitas, 2014) (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2400128)

²⁵ La normativa de insolvencia de Estados Unidos no menciona, sin embargo, si la comparación debería ser realizada con el importe obtenido en una eventual liquidación en bloque de los activos del deudor o una

sólo alcancen convenios aquellas sociedades cuyo valor en funcionamiento resulte superior que su valor en liquidación. Por tanto, se reducirían los incentivos perversos de los deudor inviables para llegar a un acuerdo (en ocasiones, incluso fraudulento) con una parte de sus acreedores con el único objetivo de evitar la liquidación.²⁶ Al mismo tiempo, se garantizaría la solución eficiente de la insolvencia, que, como se ha examinado, no sólo provocaría beneficios *ex post* en el sistema, sino que, desde un punto de vista *ex ante*, también incentivaría la facilitación del acceso al crédito y una menor aversión de los acreedores a los procedimientos concursales.

- 4.3. *Valoración de la empresa e identificación de empresas inviables.* La normativa de insolvencia española exige al deudor, en el momento de la solicitud de concurso, la presentación de una serie de documentos y la prueba de una serie de circunstancias que, además de resultar, en nuestra opinión, excesiva, omite el dato que, a nuestro modo de ver, constituye uno de los datos más importantes del concurso: la valoración de los activos del deudor en funcionamiento y la valoración de los activos del deudor en liquidación. Esta valoración, que, conforme a la normativa actual, sólo se exige –y desde una reciente y afortunada reforma concursal– a la administración concursal como parte de su informe (art. 75.2-3º), permitiría a los operadores del concurso identificar rápidamente empresas (o unidades productivas) viables y no viables. En consecuencia, esta valoración a la mayor brevedad posible de los activos del deudor en funcionamiento y en liquidación resultaría necesaria para reducir los costes asociados a posponer oportunamente la liquidación de empresas inviables. Además, contribuiría a identificar rápidamente a empresas (o negocios) viables y no viables, al objeto de permitir la reorganización de la empresa o en su caso, venta del negocio (o sus unidades productivas) a la mayor brevedad posible. Asimismo, en la medida que la normativa concursal española no prevé procedimientos distintos para empresas potencialmente viables que buscan

liquidación individual, y si, en su caso, la venta debería ser inmediata (esto es, apresurada) o de manera ordenada. Entendiendo que la comparación debería ser realizada con el valor de una hipotética liquidación individual y ordenada de los activos del deudor, véase el caso *In Re Crowthers McCall* (United States Bankruptcy Court, S.D. New York, 1990).

²⁶ De conformidad con lo previsto en el artículo 107.2 de la Ley Concursal, la administración concursal está obligada a valorar la viabilidad del plan. Este requerimiento parece sustituir el “*feasibility test*” requerido en otras jurisdicciones. Sin embargo, la administración concursal no está requerida, al menos, en esta fase del proceso, a valorar la viabilidad del deudor, entendida como su capacidad para generar flujos positivos de caja que, además, le permitan tener un valor superior al que podría obtenerse en el hipotético caso de una liquidación ordenada de sus bienes.

la reorganización y empresas potencialmente inviables que buscan la liquidación, se creará –empleando la terminología de Akerlof– un “*lemon problem*” en el que será más complejo distinguir empresas viables e inviables, y, por tanto, resultará todavía más importante ofrecer una valoración inmediata de la empresa en funcionamiento y la empresa en liquidación. Por este motivo, y teniendo en cuenta que una liquidación implica, conforme la normativa actual, implicaciones más severas que el convenio, habrá muchos “lemons” (i.e., empresas económicamente inviables) buscando (o pretendiendo buscar) un convenio, incluso en aquellas circunstancias en que la inviabilidad de la compañía resulte evidente para cualquier usuario razonable. En nuestra opinión, aquellas empresas que pretenden alcanzar de manera creíble la consecución de un convenio, deberían presentar, con la solicitud de concurso, una valoración de la empresa en funcionamiento y en liquidación. En otro caso, será complicado convencer a los acreedores de la viabilidad de la compañía, habida cuenta de que, al no existir procedimientos distintos para deudores –teóricamente– viables y deudores –teóricamente– inviables, se generará un “*market for lemons*” en el que los acreedores, de manera razonable, entenderán (y descontarán en sus decisiones) que están tratando con una empresa inviable. Sin embargo, la valoración de la empresa en funcionamiento y en liquidación presentada con la solicitud de concurso puede posponer la apertura del procedimiento concursal en un momento que resulta crucial la viabilidad del deudor. En consecuencia, el legislador español debería replantearse dos posibles reformas concursales para solventar este problema. Por un lado, declarar inviables, salvo prueba en contrario, como mecanismo de protección de terceros, a aquellas empresas que no presenten una valoración de sus activos en funcionamiento y en liquidación en el momento de la solicitud de concurso o, en su defecto, un breve lapso de tiempo desde la declaración (e.g., 10 días). Alternativamente, o incluso de manera complementaria, podría plantearse volver, como entendemos que sería más deseable para un sistema concursal, a la distinción entre procedimientos concursales reorganizativos y liquidativos existente en España hasta la promulgación de la Ley Concursal, tal y como acontece, por otro lado, en la mayor parte de las legislaciones concursales de nuestro entorno. De esta manera, no sólo se minimizaría el problema del “*market for lemons*” que hemos enunciado, sino que, además, el diseño de diversas instituciones concursales (e.g., mantenimiento o resolución de contratos,

paralización de ejecuciones, financiación postconcurzal, etc.) podría adaptarse, de mejor manera, al concreto problema económico-financiero (mera insolvencia o, en su caso, insolvencia e inviabilidad) experimentado por un deudor.

- 4.4. *Deber de la administración concursal de solicitar la liquidación en supuestos de falta de actividad del deudor.* La administración concursal debería tener el deber, y no solo la posibilidad,²⁷ de promover la liquidación de la empresa cuando la compañía hubiera cesado en su actividad empresarial con anterioridad o durante el concurso de acreedores. De lo contrario, el deudor puede tener incentivos para posponer oportunamente la liquidación (habida cuenta, además, de los propios incentivos creados por el legislador para que concurra esta circunstancia), en perjuicio de todos los acreedores, incluso en aquellas circunstancias en las que no exista posibilidad absoluta de alcanzar un convenio.
- 4.5. *Posibilidad de los acreedores de forzar la liquidación de empresas inviables.-* Los acreedores deberían tener la posibilidad de forzar la liquidación de la empresa cuando, durante la tramitación del procedimiento, se ponga de manifiesto (normalmente, en el informe de la administración concursal), la inviabilidad del deudor. De esta manera, no sólo se garantizará el mayor grado de satisfacción de los acreedores, sino que, nuevamente, en beneficio del sistema en su conjunto, se garantizará la solución más eficiente de la insolvencia.
- 4.6. *Posibilidad de los acreedores de forzar la venta de activos durante la fase común.-* De la misma manera que los acreedores deberían tener, en determinadas circunstancias, el poder de forzar la apertura de la liquidación, en nuestra opinión, también deberían tener la posibilidad de forzar la venta de activos durante la fase común. En este sentido, el juez del concurso, para la autorización de la operación, debería tener en consideración si los accionistas se encuentran *in the money* (esto es, con intereses económicos en la empresa insolvente) o *out of the money* (esto es, sin posibilidad de recobro alguno en la empresa insolvente), así como, en su caso, si los

²⁷ Ver el artículo 142 de la Ley Concursal. Con anterioridad a la reforma concursal de 2011, sin embargo, la administración concursal ni siquiera tenía esta posibilidad.

activos en cuestión son susceptible de ser notablemente deteriorados o no durante el transcurso del procedimiento (*melting ice cube*).

- 4.7. *Facilitar la compraventa de activos y empresas en concurso.* La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación incentiva que los deudores no soliciten voluntariamente la liquidación del concurso, incluso aunque se trate de empresas inviables o empresas viables gestionadas por las personas inadecuadas. Además, una interpretación formalista de la Ley Concursal incentiva que, en ocasiones, posibles operaciones de compra y venta de empresas no puedan llevarse a cabo, con el consecuente perjuicio no sólo para los acreedores sino también para los trabajadores de la compañía. En nuestra opinión, el legislador debería favorecer al compraventa de activos y empresas en concurso, sobre todo, cuando se trata de empresas viables gestionadas por las personas inadecuadas y/o cuando los socios se encuentre *out of the money*. Con este propósito, el legislador debería favorecer la realización de una “subasta” de la empresa en la que pudiera pujar cualquier persona (incluyendo antiguos socios, administradores o empleados). En segundo lugar, el legislador debería favorecer la compraventa de empresas sin excesivos gravámenes civiles, fiscales y laborales, y permitiendo cualquiera operación de M&A realizada en la práctica mercantil. De lo contrario, podría desincentivarse la compraventa de empresas y, por tanto, el mantenimiento de los puestos de trabajo y los salarios futuros de los trabajadores. Finalmente, creemos que, por la influencia de la doctrina jurídica española, muchos jueces mercantiles interpretan las normas concursales desde una perspectiva excesivamente formalista, en lugar de hacerlo desde una perspectiva económica-funcional, que es lo que debería primar en un Derecho especial y de trasfondo eminentemente económico como es el Derecho concursal. En este sentido, la posible venta de activos esenciales durante el concurso (o incluso la aprobación de las cuentas anuales) puede ser un buen ejemplo. En nuestra opinión, si la empresa es inviable y los accionistas están *out of the money*, los accionistas no deberían tener prácticamente poder alguno en el concurso: ni para decidir sobre la venta de activos (máxime, si se trata de *melting ice cubes*), ni para aprobar las cuentas anuales. En estas circunstancias, los accionistas lo han perdido todo, y la compañía resulta financiada exclusivamente por los acreedores. Por tanto, más allá del derecho a decidir

que, desde una perspectiva económica, deberían tener como financiadores exclusivos de la compañía, la otorgación de este derecho de decisión a los accionistas podría producir una peligrosa situación de riesgo moral, en el caso de que la decisión de los socios salga bien, podrá resultar en su beneficio, mientras que, en caso de salir mal (o, simplemente, posponer de manera oportunista la liquidación), las pérdidas serán soportadas exclusivamente por los acreedores. Asimismo, desde una perspectiva estrictamente jurídica, una situación de imposibilidad de pago (como supone la insolvencia) generara, como bien es sabido, un poder de agresión de los acreedores sobre el patrimonio del deudor. Y como señalara Jackson, el único motivo que justifica la privación de este derecho de acción de los acreedores es el hecho de que, como consecuencia de un problema de acción colectiva, se pueda destruir el valor de una empresa *viable* que atraviesa problemas financieros. Por tanto, si la empresa no fuera viable, no se justificaría la privación del derecho del acreedor que existiría bajo las reglas generales. En consecuencia, existen argumentos jurídicos y económicos que nos deben llevar a entender que, cuando una empresa sea inviable, los accionistas se encuentren *out of the money*, y/o la venta de activos o de la empresa pueda resultar beneficiosa para la masa, se prive a los accionistas del derecho que tendrían en un escenario de solvencia regido exclusivamente por las normas del Derecho de sociedades.

5. *Protección adecuada de acreedores asegurados y paralización de ejecuciones.*-El sistema español no permite que los acreedores asegurados (e incluso sobreasegurados) puedan solicitar protección adecuada a cambio de la paralización de ejecuciones a la que, en interés del concurso, puede verse sometidos. Asimismo, el deficiente diseño de la paralización de ejecuciones en el Derecho español posibilita que el deudor puede dilatar oportunamente la ejecución de los acreedores, incluso en aquellos casos en que resulte probado que la empresa es económicamente inviable. En nuestra opinión, siguiendo el sistema previsto en el Derecho concursal de Estados Unidos, la paralización de ejecuciones debería operar solamente sobre los bienes que resulten *necesarios* para la actividad económica del deudor y, al mismo tiempo, para la efectiva reorganización de la compañía (en supuestos de convenio) o mantenimiento de las empresas o unidades productivas viables (en supuestos de venta de unidades productivas). De esta manera, no sólo se minimizaría el riesgo de oportunismo del deudor en perjuicio de los acreedores asegurados sino que, además, se garantizaría la solución eficiente de la insolvencia.

Al mismo tiempo, la existencia de protección adecuada de los acreedores asegurados y la minimización del riesgo de oportunismo del deudor incentivarán que, desde una perspectiva *ex ante*, los acreedores asegurados sean menos reticentes a la utilización del concurso. En consecuencia, la mejor tutela de los acreedores en el concurso puede generar una disminución del coste de la deuda. Asimismo, en la medida en que el perjuicio económico experimentado por los acreedores asegurados en el concurso será menor, también podrán reducirse las exigentes normas contables que, en materia de pérdidas por deterioro de valor (antiguas provisiones), resultan vigentes en España. De esta manera, al minimizar el impacto del concurso en sus estados financieros, se reducirá la aversión de los acreedores asegurados a los procedimientos de insolvencia.

6. *Incorporación de la regla de prioridad absoluta (absolute priority rule).*- La falta de una clara regla de prioridad absoluta (o *absolute priority rule*) en España también provoca reticencias razonables al concurso por parte de los acreedores. De acuerdo con esta regla consagrada directa o indirectamente en otras legislaciones de nuestro entorno, los acreedores subordinados no pueden cobrar nada hasta que no cobren íntegramente los acreedores privilegiados y ordinarios, y lo que, en realidad, resulta más problemático en nuestro país: que los *accionistas* no puedan recibir ningún interés económico en la empresa insolvente (incluyendo la titularidad de las acciones) en la medida en que existan acreedores insatisfechos o, en su caso, los acreedores total o parcialmente insatisfechos (piénsese, por ejemplo, no sólo en acreedores ordinarios, sino también en acreedores subordinados) hubieran autorizado expresamente esta excepción de la regla de la prioridad absoluta. Una violación de esta regla puede suponer, desde un punto de vista *ex ante*, un incremento del coste de la deuda y, más genéricamente, una mayor reticencia al uso de los procedimientos concursales.²⁸ En nuestra opinión, las desviaciones de la regla deberían ser limitadas, y sólo concedidas *ex post* a través de la autorización de

²⁸ Para un trabajo esencial sobre los costes *ex ante* que puede suponer la violación de la regla de la prioridad absoluta, ver Lucian A. Bebchuk, *The Ex Ante Costs of Violating the Absolute Priority Rule*, 57 THE JOURNAL OF FINANCE 445 (2002). Argumentando, sin embargo, que la violación de esta regla puede generar algunos beneficios, ver Lucian A. Bebchuk and Randal Picker, *Bankruptcy rules, managerial entrenchments, and firm-specific human capital*, LAW & ECONOMICS WORKING PAPER No 16, UNIVERSITY OF CHICAGO LAW SCHOOL (1993) (argumentando que la desviación de la regla de la prioridad absoluta puede incentivar inversiones en capital humano); Douglas Baird, *The initiation problem in bankruptcy*, 11 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 223 (1991) (argumentando que la violación de la regla de la prioridad absoluta puede crear incentivos para solicitar tempestivamente el concurso); Robert Gertner and David Scharfstein, *A theory of workouts and the effects of reorganization law*, 46 JOURNAL OF FINANCE 1189 (1991) (argumentando que la violación de esta regla puede desincentivar la excesiva asunción de riesgos en empresas atravesando problemas financieros); Eli Berkovitch, Ronen Israel and Jaime Zender, *The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganizations*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUALITATIVE ANALYSIS 441 (1998) (argumentando que la desviación de la regla de la prioridad absoluta ayuda a resolver los problemas de infrainversión potencialmente existentes por un deudor insolvente con problemas de sobreendeudamiento).

los acreedores insatisfechos cuando piensen que una “retribución” a los socios (incluso aunque se encuentren *out of the money*), ya sea mediante la tenencia de sus acciones, la concesión de opciones, o incluso la retribución directa con cargo a la masa, pueda resultar deseable para el interés de los acreedores en su conjunto, normalmente, porque el conocimiento y/o experiencia de los socios/administradores agreguen valor a la empresa.

7. *Reducción de privilegios del crédito público.*- Los acreedores públicos gozan de un estatuto privilegiado en el Derecho concursal español, de manera similar a lo que acontece en la mayor parte de las legislaciones de nuestro entorno. En nuestra opinión, sin embargo, a pesar de los beneficios a corto plazo que puede generar este privilegio para las arcas públicas, no creemos que el privilegio de los acreedores públicos se encuentre justificado. De hecho, puede resultar económicamente indeseable para la mejora del bienestar colectivo y, por tanto, del interés general. Por un lado, el privilegio del crédito público provoca, inevitablemente, que se reduzca el grado de satisfacción de los acreedores ordinarios, generando, incluso, en escenarios en los que el acreedor ordinario tiene una alta dependencia del deudor concursado (normalmente, por una relación de cliente y/o prestación de servicios profesionales), la insolvencia del propio acreedor ordinario. Por otro lado, no existen argumentos convincentes para favorecer al acreedor público sobre los acreedores privados en un procedimiento como el concurso, que, por definición, es (o debería ser) visto como una situación de conflicto entre un deudor y sus acreedores. De hecho, al contrario: en la medida en que los acreedores públicos disponen, por lo general, de mayores recursos, mejor asesoramiento, mayor grado de información, y mejor acceso a fuentes de financiación externas, no existirían argumentos económicos para favorecer a los acreedores públicos sobre los acreedores privados. Ni siquiera el argumento de ser “non-adjusting creditors” (o acreedores que no negociaron y ajustaron las condiciones de su crédito) sería suficiente, ya que los acreedores públicos, pese a no ajustar *ex ante*, disponen de una información y asesoramiento *ex post* que los convierten, si se quiere, en acreedores cuasi-cualificados. Por tanto, en nuestra opinión, parecería deseable que, siguiendo los ejemplos de Australia y el Reino Unido,²⁹ el legislador español aboliera o, cuando menos, redujera los privilegios del

²⁹ La abolición de las preferencias del crédito público en Australia fue propuesta en el Informe Harmer en 1988 y fue implementado en 1997. En el Reino Unido, esta supresión de privilegios del crédito público tuvo lugar con la *Enterprise Act 2002*. Para un análisis de las preferencias del crédito público desde una perspectiva comparada, véase Barbara K. Morgan B, *Should the Sovereign Be Paid First? A Comparative International Analysis of the Priority for Tax Claims in Bankruptcy* (2000) 74 AMERICAN BANKRUPTCY LAW JOURNAL 461 (2000). Explicando la

crédito público, con el propósito de equipar (al menos, en lo que a preferencia en el orden de cobro se refiere) el acreedor público al acreedor privado. De esta manera, creemos que el legislador favorecería en mejor medida –si, como entendemos, es la finalidad– el interés público, al permitir el mayor grado de satisfacción y, en algunos casos, incluso la propia permanencia en el mercado de acreedores (empresas) potencialmente viables que puedan generar riqueza y bienestar social, como ocurre con muchos acreedores ordinarios.

8. *Comité de acreedores y protección de acreedores ordinarios.* - A diferencia de otras legislaciones de nuestro entorno, en la que los acreedores ordinarios están protegidos mediante la imposición de un deber general de la administración concursal (o, en su caso, del deudor en posesión) de maximizar el grado de satisfacción de los acreedores ordinarios, y/o mediante la creación de un comité de acreedores financiado por la masa activa del concurso, la Ley Concursal no prevé ningún sistema directo de protección de los acreedores ordinarios. Tan sólo se encuentran tutelados, indirectamente, por un concepto jurídico indeterminado como el del “interés del concurso” que debe guiar parte de las actuaciones del concurso,³⁰ o por acciones de responsabilidad que, en ocasiones, pueden entablar los acreedores (directamente o, en su caso, a través de la administración concursal) contra el deudor, los administradores sociales o, en ocasiones, la administración concursal. En nuestra opinión, la creación de un comité de acreedores puede resultar socialmente indeseable en un concurso con escaso número de acreedores, en tanto que los potenciales costes de la creación del comité (e. g., honorarios profesionales, costes de coordinación, etc.) probablemente superarían a sus beneficios. Asimismo, un deber general de maximizar el grado de satisfacción de los acreedores ordinarios, en lugar de un deber general de maximizar el valor de la empresa insolvente, puede generar incentivos perversos para redistribuir activos de acreedores asegurados a acreedores ordinarios, o incluso de subordinar acreedores que, en otro caso, podrían (o deberían) ser calificados como ordinarios. Por tanto, ninguna de estas medidas creemos que sería deseable para ser implementadas en la Ley Concursal como regla general. Sin embargo, en concursos de especial

reforma de los privilegios del crédito público en Australia y Reino Unido, véase Christopher F. Symes, *Reminiscing the Taxation Priorities in Insolvency*, 2 JOURNAL OF THE AUSTRALASIAN TAX TEACHER ASSOCIATION 435 (2005); John Duns and John Glover, *The Taxation Priority in Insolvency: An Australian Perspective*, 14 INTERNATIONAL INSOLVENCY REVIEW 171(2005).

³⁰ Para un análisis de este concepto jurídico indeterminado de interés del concurso, véase Ignacio Tirado, *El «interés concursal»: Ensayo de construcción de una teoría sobre la finalidad del procedimiento concursal*, 62 ANUARIO DE DERECHO CIVIL 90 (2009); Aurelio Gurrea Martínez, *Tendencias actuales en la configuración del interés del concurso*, en Ángel Rojo and Ana Campuzano (eds.), ESTUDIOS JURÍDICOS EN MEMORIA DEL PROFESOR EMILIO BELTRÁN: LIBER AMICORUM (Tirant lo blanch, Vol. 2, 2015, 1523-1545).

envergadura, puede resultar deseable la creación de un comité de acreedores formado por varios acreedores ordinarios (e.g., aquellos acreedores con mayor importe que, al mismo tiempo, no tengan la condición de acreedores privilegiados en el concurso, para así evitar cualquier posible situación de incentivos perversos que puedan tener estos representantes de todos los acreedores ordinarios), no sólo para informar al resto de acreedores sobre la viabilidad del deudor y el estado del procedimiento, sino también para reducir los costes de tiempo, trabajo y coordinación que, en ocasiones, supone para la administración concursal el tratar con un alto número de acreedores ordinarios. No obstante, como la creación de este comité de acreedores generaría unos costes que, en ocasiones, pueden no resultar compensados por sus potenciales beneficios, o, aunque resultasen compensados, quizás los acreedores ordinarios no quieran asumir este coste, la creación de este comité de acreedores en concursos de gran envergadura debería ser potestativa, y siempre a instancia de los propios acreedores.

9. *Interpretación restrictiva de los créditos contra la masa.* Los créditos contra la masa constituyen, salvo determinadas excepciones, aquellos *gastos* generados por la apertura y desarrollo del procedimiento de insolvencia así como las deudas contraídas por el deudor con posterioridad a la declaración de concurso. La definición y asunción de créditos contra la masa resulta clave para la función esencial del concurso, en tanto que, por un lado, un incremento de los créditos contra la masa perjudica el grado de satisfacción de los acreedores concursales (que son los sujetos en cuyo beneficio esencialmente se produce la apertura del concurso) y, por otro lado, la asunción de créditos contra la masa puede perjudicar la solvencia y, por tanto, viabilidad financiera de la empresa insolvente. Sin embargo, el legislador español no parece haber sido consciente de la importancia del diseño y restricción de los créditos contra la masa en determinados supuestos. En primer lugar, el legislador concursal atribuye la condición de crédito contra la masa a todas los créditos contraídos con posterioridad a la declaración de concurso. En nuestra opinión, la condición de créditos contra la masa debería restringirse a los gastos del procedimiento (esto es, administración concursal, honorarios del letrado del deudor y demás gastos de administración del procedimiento) así como aquellas obligaciones contraídas con posterioridad a la declaración de concurso que supongan un beneficio a la masa, ya sea por incrementar el valor de la masa o, en su caso, por evitar un perjuicio mayor a la masa. En segundo lugar, el legislador español atribuye, con carácter general, la categoría de crédito contra la masa al crédito de restitución de la parte *in bonis* afectada por el ejercicio de acciones rescisorias. En

consecuencia, no sólo se reducirá, desde un punto de vista *ex post*, el grado de satisfacción de los acreedores concursales, sino que, además, desde una perspectiva *ex ante*, se reducirá el poder y fundamento de las acciones rescisorias concursales, en tanto que los acreedores de un deudor en dificultades financieras tendrán incentivos para exigir preferencias (esto es, mejorar la posición de sus créditos en perjuicio del resto de acreedores), o celebrar transacciones perjudiciales desde un punto de vista patrimonial para el deudor, habida cuenta de que será la “estrategia dominante” en todo caso. Si el deudor no deviene finalmente insolvente, la contraparte del deudor se habrá visto beneficiado. Y si el deudor deviniera posteriormente insolvente, la contraparte se verá beneficiada en el concurso. En consecuencia, creemos que el crédito de restitución potencialmente derivado del ejercicio de acciones rescisorias debería tener carácter ordinario.

10. *Eficacia confesoria del deudor y costes de apertura del procedimiento.*- La solicitud de concurso voluntario resulta altamente costosa en España, además, en un momento en que, en la mayor parte de los casos, el tiempo y la eficiente asignación de recursos del deudor resulta crucial para su recuperación (en caso de empresas viables) o, más genéricamente, para la conservación de valor de la empresa en crisis. En efecto, junto a los costes indirectos asociados con la solicitud de concurso y la propia existencia de una situación de insolvencia, existen numerosos costes legales, a los que, además, se acumulan los costes temporales derivados de la preparación de una serie de documentos y la prueba de una serie de circunstancias legalmente exigidas para permitir la declaración de concurso de un deudor. En nuestra opinión, los requerimientos formales exigidos para la solicitud de concurso deberían ser reducidos,³¹ y varios argumentos parecen justificar también la eliminación. Primero, la prueba de la situación de insolvencia puede incrementar los costes económicos y temporales de la solicitud de concurso voluntario por parte de una empresa viable que sólo se encuentre atravesando problemas de solvencia. En consecuencia, puede perjudicar no sólo el interés de los acreedores sino, en el caso de empresas económicamente viable, la propia reorganización de la empresa. Segundo, la existencia de costes directos e indirectos del concurso (que, además, precisamente estos últimos, según nuestro estudio, parecen resultar muy altos en España) permite servir como mecanismo razonable para minimizar los posibles comportamientos oportunistas o fraudulentos de un deudor que simplemente busque la declaración de concurso para obtener algún beneficio con cargo a sus acreedores.

³¹ La imposición de un formulario básico en la solicitud del concurso con la información más relevante para el concurso podría ser una solución.

Tercero, el juez del concurso puede examinar ex post si, en el momento de la solicitud de concurso, existía algún motivo razonable para solicitar el concurso. Y de no encontrar un aparente motivo (normalmente, la situación de insolvencia o pre-insolvencia del deudor), puede entender acreditada la mala fe del deudor, imponiendo, en su caso, posibles sanciones para conducta (e. g., responsabilidad por daños, coste de litigación o incluso imposibilidad de acudir al concurso en un periodo limitado de tiempo). Sin embargo, bajo el régimen actual de solicitud de concurso voluntario (en el que, además, factores exógenos –como la saturación en la que se encuentran inmersos la mayor parte de los juzgados mercantiles– provocan que exista una mayor demora en la apertura del procedimiento), las pérdidas asociadas a retrasas el concurso parecen resultar muy superiores, en términos medios, a los posibles beneficios que, en su caso, pueda suponer este incremento de las barreras de entrada al procedimiento concursal.

11. *Nombramiento y profesionalización de la administración concursal.*- La administración concursal en España se designa discrecionalmente por el juez del concurso entre una lista de candidatos que acrediten unos criterios mínimos de experiencia y formación. Este sistema presenta una serie de riesgos, como consecuencia de los posibles incentivos perversos a los que, en ocasiones (sobre todo, en concursos de gran envergadura con altos honorarios y/o repercusión mediática), pueden verse sometidos los administradores concursales y, en su caso, el juez que realiza el nombramiento. Sin embargo, a nuestro modo de ver, este modelo presenta una serie de ventajas sobre otros sistemas alternativos, tales como la designación aleatoria de la administración concursal, la funcionarización del cargo de administrador concursal, la designación de la administración concursal por parte del deudor o de los acreedores, o la implementación de un deudor en posesión. Por tanto, la solución no debería ser un cambio de modelo sino, como será examinado, una mejora del modelo existente.

En primer lugar, creemos que el sistema de designación discrecional permite, a diferencia de un sistema de designación aleatoria, la designación del mejor candidato para un determinado concurso y/o empresa con particularidades propias. En cualquier caso, si el legislador se plantease la implementación de un sistema de designación aleatorio, los costes asociados a este sistema podrían reducirse mediante una mayor profesionalización del cargo de administrador concursal (que, por ejemplo, podría equipararse a la de los auditores de cuentas en términos de acceso y preparación) que, por otro lado, garantizaría una mayor homogeneidad –a

pesar de las notables diferencias que, lógicamente, puedan seguir existiendo- en la experiencia y preparación de los candidatos. Al mismo tiempo, esta medida podría ir acompañada de la posibilidad del juez de designar discrecionalmente al administrador concursal cuando, con independencia del tipo de deudor o concurso, crea (y así lo motive en su auto) que la experiencia y formación de un determinado administrador concursal pueda contribuir, de mejor manera, al éxito del procedimiento. En segundo lugar, creemos que la implementación de un sistema de designación de la administración concursal por el deudor puede generar incentivos perversos, en tanto que el administrador concursal podría favorecer los intereses del deudor (en perjuicio de los acreedores), a pesar de las normas deontológicas y los incentivos de mercado que, efectivamente, podrían existir para mitigar estos riesgos.³² En tercer lugar, creemos que un sistema de designación por parte (directa) de los acreedores puede resultar ineficiente, como consecuencia de las asimetrías de la información y los costes de coordinación que, con carácter general, suelen tener los acreedores, especialmente, si se tratara –como entendemos que sería más deseable– de acreedores ordinarios. En cuarto lugar, un sistema de administración concursal público (esto es, con profesionales integrados en la Administración pública) tiene la ventaja de que, por un lado, puede beneficiarse de la experiencia, las economías de escala y la formación especializada que tendrían estos profesionales. No obstante, presenta una serie de inconvenientes. Por un lado, reduciría los incentivos privados que, por lo general, tienen los administradores concursales para invertir en experiencia, formación y adecuado desempeño de sus funciones, con el objeto de maximizar sus probabilidades de éxito en el mercado. Por otro lado, podría generar una estructura y costes fijos para la Administración pública que, en ocasiones, podrían resultar insuficientes (en épocas de mayor número de concursos) y, en otras, pueden resultar excesivos (en épocas de menor número de concursos). Por tanto, tampoco creemos que esta alternativa resulte la más deseable para el sistema español.

Finalmente, podría plantearse la posibilidad de implementar en España un sistema de deudor en posesión, suprimiendo, en este sentido, el órgano de la administración concursal (salvo circunstancias excepcionales), y manteniendo al deudor en la gestión de la empresa, sometido a supervisión judicial y a procedimientos de audiencia y personación de los acreedores, especialmente, en decisiones de cierta

³² Téngase en cuenta, no obstante, que, a pesar de los problemas que pudiera suscitar este modelo en el que el “cliente” nombrara a un “profesional independiente” que velara por el interés de terceros y del propio deudor, en el ámbito de la auditoría de cuentas resulta aplicable un modelo similar y, sin embargo, parece existir relativo consenso en que es el modelo “menos malo” para el sistema.

envergadura (e. g., enajenación de activos fuera del curso ordinario de los negocios, ejecución de garantías, financiación postconcurzal de activos que no resulten en el curso ordinario de los negocios, etc.). De esta manera, podrían ahorrarse numerosos costes directos del procedimiento, y, además, el concurso –y, consecuentemente, los acreedores– se beneficiarían del conocimiento, experiencia y contactos que, en su caso, tuvieran los gestores de la empresa insolvente. Asimismo, también se eliminarían los posibles incentivos perversos que, en su caso, podrían existir entre administradores concursales y jueces, e incluso tranquilizaría a los jueces mercantiles el hecho de saber que su independencia e integridad no se verían cuestionadas por la opinión pública (como, en ocasiones, ha sucedido, consecuencia de determinados nombramientos de administradores concursales en los que ha podido mediar alguna relación de cercanía o conflicto de interés con el juez).

Sin embargo, a diferencia de lo que acontece en Estados Unidos, donde, por un lado, no suelen existir accionistas de control, y por otro lado, el cargo de administrador social se encuentra más profesionalizado que en España, las características de las empresas españolas no parecen recomendar la incorporación de este modelo. Por lo general, las empresas españolas tienen uno o varios accionistas de control (generalmente, una familia) que provoca que el administrador social sea nombrado y estrictamente vigilado por el accionistas de control, cuando no, incluso, confluya en la misma persona la condición de accionista y administrador. Por tanto, en una empresa insolvente en la que, se supone (o, al menos, resulta habitual) que los accionistas se encuentren *out of the money*, el mantenimiento de los administradores sociales en la gestión de la empresa insolvente puede resultar muy arriesgada para el interés y la protección de los acreedores. Por un lado, podría incrementarse (o, cuando menos, no remediarse) el problema de la sustitución de activos (o *asset substitution*) existente en la proximidad de la insolvencia. En efecto, en estas circunstancias, los administradores podrían tener incentivos para seguir actuando en interés de los accionistas, a menos que el legislador impusiera un deber –y, para incentivar su cumplimiento, en caso de incumplimiento, una sanción– en favor de los acreedores. Por tanto, podrían “apostar” la empresa insolvente a través de proyectos altamente arriesgados y con valor actual neto negativo que, en caso de éxito, beneficiaría exclusivamente (o, al menos, principalmente) a los accionistas, pero, en caso de fracaso, no afectaría a los accionistas, y las pérdidas serían asumidas exclusivamente por los acreedores. Asimismo, el mantenimiento de los administradores/accionistas al frente de la compañía también puede agravar el denominado problema de la “dilución de activos” (o *asset dilution*) potencialmente

existente en situaciones de insolvencia. En esencia, este problema supone que los accionistas (o, en su caso, los administradores en nombre de éstos) pueden tener incentivos para desviar activos empresariales hacia partes relacionadas con los accionistas, habida cuenta de las escasas posibilidades de recuperación de la empresa insolvente. Por tanto, en nuestra opinión, y de manera contraria a lo que ha sido propuesto por algunos autores europeos,³³ no creemos que la instauración de un deudor en posesión resulte deseable en países en los que, como acontece principalmente en Europa continental, existen accionistas de control.

Además, conviene tener en cuenta que el sistema concursal español ya prevé un deudor en posesión *de facto* en aquellos supuestos en que el deudor se hubiera acogido al artículo 5 bis de la Ley Concursal. En efecto, la comunicación al juzgado realizada al amparo del artículo 5 bis de la Ley Concursal permite que el deudor se beneficie, durante un plazo máximo de cuatro meses, de la protección otorgada por varias instituciones de naturaleza concursal (e. g., paralización de ejecuciones, imposibilidad de admitir a trámite solicitudes de concurso necesario, etc.). Por otro lado, mientras el deudor se encuentra sujeto al plazo de cuatro meses, no está sometido a la intervención de ninguna administración concursal. Asimismo, dispone de un periodo de exclusiva, como en el sistema de Estados Unidos, para proponer un acuerdo. Finalmente, y cuando resulta combinado con otros mecanismos preconcursales existente en España (v., en este sentido DA 4^a), incluso permite que, bajo determinadas circunstancias y hasta ciertos límites, el eventual acuerdo preconcursal pueda ser impuesto a los acreedores disidentes (existiendo, de esta manera, una suerte de *cramdown*). Por tanto, existen motivos fundados para alegar que en España existe un deudor en posesión *de facto*. Además, al tener carácter preconcursal, tiene la ventaja de generar menos costes directos e indirectos que un deudor en posesión en el marco del concurso de acreedores. En nuestra opinión, si el acuerdo preconcursal fallara, habría razones para pensar que el deudor puede ser económicamente inviable, o que los acreedores no creen en la gestión u honestidad de los administradores. En cualquier de los casos anteriores, un “nuevo” deudor en posesión (como, en su caso, se podría plantear el legislador español en sustitución del régimen actual de administración concursal) no creemos que resultara deseable.

³³ Véase, por ejemplo, Horst Eidenmueller y Kristin van Zwieten, *Restructuring the European Business Enterprise: The EU Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER No. 301/2015 (http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2662213)

En nuestra opinión, el régimen más eficiente para la gestión del procedimiento concursal en España resulta el sistema de nombramiento por parte del juez del concurso, aunque mejorado a través de ciertas medidas. En primer lugar, deberían incrementarse las exigencias de experiencia y formación de los administradores concursales, sobre todo, en cuestiones económicas, financieras y de gestión de empresas, ya que, como se ha comentado, una de las labores esenciales a realizar durante el procedimiento debería ser la rápida identificación de empresas inviables. En segundo lugar, sería deseable la imposición de un *examen de acceso* para acceder al cargo de administración similar, de manera similar a lo que acontece para los auditores de cuentas. En tercer lugar, creemos que debería implementarse un sistema de *nombramiento por sorteo*, en la medida en que, como consecuencia de la existencia del deudor en posesión *de facto* previsto en el artículo 5 bis de la Ley Concursal, si finalmente un deudor solicitara el concurso de acreedores es porque, previsiblemente, sea una empresa inviable o, en su caso, sea una empresa en la que los acreedores no confíen en la gestión u honestidad de los administradores. En ambos casos, resultará deseable la apertura de la liquidación: en el primer caso, para proceder a la enajenación individual (o, si se pudiera, en bloque) de los activos del deudor y, en el segundo caso, para proceder a la venta de la empresa o unidad productiva a un tercero. En consecuencia, el nombramiento de un “administración concursal-liquidador” por sorteo no resultaría una alternativa tan despiadada como pudiera pensarse a priori, máxime, si, como proponemos, ese “administrador concursal-liquidador” ha acreditado una debida formación y experiencia y ha superado un examen. En cualquier caso, y con independencia de implementar este sistema de nombramiento como *regla general*, abogamos por mantener el sistema de nombramiento discrecional para aquellas empresas que mostraran síntomas de viabilidad en el momento de la solicitud de concurso, al objeto de que el juez del concurso pudiera nombrar a los profesionales más cualificados para lograr la reestructuración de la empresa o la salvación de sus unidades productivas. En todo caso, este nombramiento discrecional debería estar motivado, sobre todo, en concursos de gran envergadura (donde existirán mayores honorarios y, por tanto, mayor riesgo de prácticas deshonestas). En cuarto lugar, los acreedores en todo caso y, cuando exista causa razonable, también el deudor, deberían tener la posibilidad de *destituir* al administrador concursal. De esta manera, aunque los acreedores o, excepcionalmente, el deudor no hicieran uso de esta facultad, como consecuencia de las asimetrías de la información y los costes de coordinación que probablemente afronten, la mera existencia de este poder de destitución otorgaría un mayor protagonismo en el concurso a los acreedores. Además, la existencia de este

poder por parte de los acreedores también podría incentivar el nombramiento de los mejores profesionales en supuestos de elección discrecional, habida cuenta del riesgo de ser destituido como administrador concursal, que es algo que no sólo afectará a la propia administración concursal (al momento de aceptar o rechazar el cargo), sino también al juez del concurso (que tendrá incentivos para elegir al mejor candidato, habida cuenta del riesgo de destitución y, por tanto, del riesgo de poner en duda su criterio). En quinto y último lugar, conviene tener en cuenta que, bajo el régimen actual, algunas de las funciones desempeñadas por la administración concursal se solapan con algunas funciones realizadas por el deudor (e. g., preparación de la lista de acreedores, valoración de los activos, etc.). En nuestra opinión, la administración concursal debería centrarse en revisar, y no tanto elaborar, esta documentación preparada por el deudor. De esta manera, no sólo se flexibilizaría y se reducirían los plazos del procedimiento sino que, además, podrían reducirse las funciones y, en consecuencia, la retribución de la administración concursal, minimizando de esta manera los costes directos del concurso.

12. *Flexibilización y desjudicialización del procedimiento concursal.*- El concurso de acreedores en España es un procedimiento excesivamente formalista que, además, carece de flexibilidad tanto en la gestión del concurso como en la libertad contractual de las partes a la hora de negociar la solución de la insolvencia. Por un lado, la falta de flexibilidad de deudores y acreedores para pactar los acuerdos que estimen convenientes puede perjudicar la eficiente solución de la insolvencia. Por otro lado, la excesiva intervención tanto del juez como de la administración concursal durante todo el procedimiento incrementa los costes económicos y temporales del concurso. En nuestra opinión, la intervención judicial debería limitarse a cuestiones excepcionales (e. g., aprobación de un convenio, posible inhabilitación o responsabilidad de administradores, etc.). De lo contrario, no tendría sentido el sistema de administración concursal existente en España y, en su caso, podría ser más deseable que, o bien se eliminara la figura del juez del concurso y se creara una figura de *jueces delegados* entre profesionales de la insolvencia, o, en su caso, se mantuviera la figura del juez del concurso pero se eliminara la administración concursal, incorporando de esta manera un deudor en posesión, de manera similar a lo que acontece en Estados Unidos o Brasil. A nuestro modo de ver, y a menos que, en el interés de los acreedores, el juez del concurso y/o la administración concursal estimaran para un caso concreto lo contrario, deberían incrementarse las facultades del deudor y de la administración concursal en detrimento de las facultades actualmente atribuidas a la administración concursal y al juez del concurso,

respectivamente. De esta manera, trasladando parte de las funciones desarrolladas por el juez del concurso a la administración concursal, y trasladando al deudor parte de las funciones actualmente desempeñadas por la administración concursal, se agilizarían los procesos concursales en España, se reducirían los costes del concurso y, además, se reducirían, sin necesidad de nuevos recursos, la carga de trabajo de los juzgados mercantiles.

13. *Reforma de las acciones rescisorias concursales.*- El derecho concursal español permite la rescisión de transacciones perjudiciales para la masa activa celebradas por el deudor en los dos años anteriores a la declaración de concurso, sin exigir, además, la prueba de ninguna condición financiera del deudor, ni en el momento de celebración de la transacción objeto de la acción rescisoria ni, en su caso, en el momento de ejercitar la acción rescisoria. En nuestra opinión, este sistema de reintegración puede resultar extremadamente perjudicial para el sistema económico desde un punto de vista *ex ante*, como consecuencia de la incertidumbre jurídica que puede generar el hecho de que un tercero (incluso de buena fe) que contrata con un deudor (que incluso demuestra ser solvente), y sin que exista vicio en el consentimiento alguno, se pueda ver afectado en un futuro por una acción que, en última instancia, supondrá la revocación del acto. En nuestra opinión, el sistema de acciones rescisorias vigente en España debería reformarse en, al menos, tres aspectos. Por un lado, parecería deseable que exigiera (aunque fuera, para minimizar los costes de prueba, mediante un régimen de presunciones *iuris tantum*) la prueba de la situación de insolvencia del deudor en el momento de realizar la transacción. En otro caso, no creemos que existan argumentos suficientes para impedir la libre disposición de los bienes por parte del deudor, ya que, precisamente, lo que justifica el ejercicio de las acciones rescisorias es, en buena medida, el hecho de que la titularidad económica del patrimonio insolvente pertenece a una persona distinta de los accionistas, pero, sin embargo, estos nuevos titulares (identificados con los acreedores) no sólo *no* tienen poder alguno sobre el deudor en tanto no se declare el concurso, sino que, además, los administradores –que resultan nombrados, remunerados y destituidos por los accionistas– siguen teniendo incentivos para velar por el interés de los accionistas. Por tanto, la existencia de acciones rescisorias concursales serviría como mecanismo para prevenir (*ex ante*) o reestablecer (*ex post*) el desalineamiento de incentivos entre gestores y propietarios (entendidos desde una perspectiva económica, esto es, los titulares de los activos residuales de la empresa) que puede producirse en una situación de insolvencia. En segundo lugar, creemos que la situación financiera del deudor en el momento de

ejercitar la acción rescisoria concursal debería ser tenida en cuenta. En concreto, creemos que el ejercicio de la acción rescisoria concursal no debería proceder cuando el valor de los activos del deudor resulte notablemente superior (quizás, por motivos de seguridad y de posibles fluctuaciones del mercado, en un intervalo del 20-25%) al pasivo del deudor, medidos en términos de valor de mercado. De esta manera, se minimizaría el posible impacto perjudicial de las acciones rescisorias en la certidumbre jurídica. Asimismo, la exigencia de esta condición financiera en el momento de ejercitar la acción rescisoria también evitaría, desde una perspectiva *ex ante*, que pueda generarse una situación de riesgo moral en la que los administradores resulten menos diligentes en el proceso de negociación de una transacción sabiendo que si, por casualidad, devinieran insolventes, tendrán la posibilidad de rescindir la transacción. Al mismo tiempo, y quizás de manera más relevante, la exigencia de este requisito también evitará, desde una perspectiva *ex post*, que los accionistas (como principales beneficiarios de los bienes reintegrados en supuestos de *suficiencia* patrimonial) puedan acudir oportunamente al concurso, o, aunque no fuera el caso, puedan utilizar las acciones rescisorias de manera oportunista para enriquecerse indebidamente a expensas de un tercero que, en ocasiones, habrá resultado de buena fe. Finalmente, y como tercer reforma del régimen actual de acciones rescisorias, creemos deseable que, para minimizar el impacto de esta medida en la seguridad jurídica (sobre todo, con terceros de buena fe), debería permitirse que, en lugar de la revocación del acto, la contraparte del deudor pudiera complementar la contraprestación que, en su caso, hubiera entregado al deudor. De esta manera, podría conciliarse la protección de la seguridad jurídica (sobre todo, con terceros de buena fe), con la protección patrimonial del deudor y, en última instancia, de sus acreedores, cuando, normalmente, en situaciones de dificultad financiera, hubiera realizado operaciones patrimoniales por un valor inferior a su valor de mercado.

14. *Supresión de la subordinación automática de los créditos de las personas especialmente relacionadas con el deudor.*- La legislación concursal española subordina, con carácter automático, los créditos de las personas que, conforme a lo previsto en el artículo 93 de la Ley Concursal, se consideran especialmente relacionadas con el deudor. Existen varios motivos que pueden justificar la subordinación automática de los créditos otorgados por personas especialmente

relacionadas.³⁴ En primer lugar, se suele alegar que el hecho de que el deudor o, en su caso, sus personas más allegadas, tengan la posibilidad de conocer la situación de (pre)insolvencia del deudor puede provocar que, en lugar de inyectar financiación a modo de capital (como quizás realizarían si la empresa fuera viable, ya que podría reportarles mayores beneficios), otorguen esta financiación a modo de préstamo. De esta manera, si la compañía finalmente deviniera insolvente, las pérdidas originadas por esta financiación serían compartidas en igualdad de condiciones con otros acreedores. En segundo lugar, mediante la técnica de la subordinación también el legislador podría minimizar, de manera paternalista, los “sesgos conductuales” que, en ocasiones, puede llevar a los socios, administradores y/o fundadores de un negocio a intentar a toda costa la continuidad del negocio incluso cuando las posibilidades de objetivas de viabilidad sean nulas. Finalmente, el hecho de que la subordinación sea *automática* a determinados sujetos y bajo determinadas condiciones no sólo disminuye costes de litigación sino que, además, también contribuye a dotar de una mejor seguridad jurídica al sistema. No obstante lo anterior, creemos que, a pesar de los poderosos argumentos anteriores, los costes asociados de mantener este sistema de subordinación automática podrían superar a sus eventuales beneficios. A nuestro modo de ver, el conocimiento de la situación económica-financiera del deudor (a veces alegada por los defensores de la subordinación) debería justificar, precisamente, la *no* subordinación de los créditos de personas especialmente relacionadas. En efecto, si, tal y como se presume, las personas especialmente relacionadas tienen un mejor conocimiento de la situación económico-financiera del deudor, sólo tendrán incentivos a inyectar financiación cuando crean que la compañía tiene posibilidades de supervivencia. Por tanto, si los *insiders* piensan que la compañía puede ser viable, inyectarán financiación (aunque sea a modo de préstamo) en beneficio de todos. Cuestión diferente sería que, por ejemplo, para evitar el posible sesgo cognitivo de los fundadores/socios/administradores, se exigiera (como podría ser el caso) que la concesión de esta financiación se concediera de manera acompañada al informe de un experto que ponga de manifiesto la viabilidad de la compañía. De esta manera, la financiación sólo se otorgaría en proyectos y empresas económicamente viables. Sin embargo, subordinando automáticamente el crédito de las personas especialmente relacionadas, tal y como hace la legislación española, se desincentiva la financiación

³⁴ Sobre la subordinación de los créditos de las personas especialmente relacionadas con el deudor, puede verse David A. Skeel, Jr. and Georg Krauser-Vilmar, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 259 (2006); Martin Gelter, *Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy*, 26 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS (2006); Juan Ferré Falcón, LOS CRÉDITOS SUBORDINADOS EN LA LEY CONCURSAL (Civitas, 2006).

de cualquier tipo de proyectos y empresas, seas inviables (solución deseable para el sistema) o viables (solución indeseable para el sistema). Por tanto, se incentiva que, en perjuicio de todos los acreedores, los socios y personas especialmente relacionadas puedan no financiar la compañía, ni incluso en aquellos casos en que tengan ciertos datos objetivos sobre su viabilidad. Además, habida cuenta de que, en un sistema jurídico-empresarial como el español, principalmente integrado por empresas familiares, la financiación de personas especialmente relacionadas puede constituir una fuente importante de recursos financieros, la existencia de esta subordinación puede resultar más perjudicial que en otros países como Reino Unido o Estados Unidos (en los que, curiosamente, no existe esta subordinación automática), donde existe un menor número de empresas familiares. Por tanto, creemos que debería producirse una abolición de la subordinación automática de los créditos de las personas especialmente relacionadas, sin perjuicio de que, por un lado, pueda exigirse el informe de un experto para evitar la subordinación (para minimizar los riesgos asociados a que, por un problema conductual, esta financiación puede utilizarse –en perjuicio de otros acreedores– en proyectos inviables) y, por otro lado, y de manera similar a lo que acontece en Estados Unidos, pueda subordinarse a aquellos sujetos (personas relacionadas o no) que, de manera maliciosa, hubieran mejorado oportunamente su posición respecto a otros acreedores. En tales casos, el crédito debería subordinarse, pero no por tratarse de personas especialmente relacionadas, sino por tratarse de *acreedores de mala fe* que, de manera oportunista y en perjuicio del resto de acreedores, han alterado las condiciones de sus derechos de crédito.

V. Conclusiones

En ocasiones, se ha alegado que el escaso uso de los procedimientos concursales en España se debe a una falta de cultura concursal de los empresarios españoles que, quizás, no tienen la misma cultura del emprendimiento y del fracaso empresarial que los empresarios de otros países de nuestro entorno. Sin embargo, tal y como hemos puesto de manifiesto, el escaso uso de los procedimientos concursales no parece deberse, por lo general, a factores sociológicos o culturales. De hecho, todo lo contrario: la minimización (*ex ante*) del riesgo de insolvencia y la reticencia (*ex post*) a la utilización del concurso por parte de deudores y acreedores españoles es la respuesta *racional* a un sistema que resulta escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. En nuestra opinión, el escaso atractivo del concurso de acreedores se debe a una falta de entendimiento, por parte del legislador y, muy especialmente, de la doctrina jurídica española (que ha

desempeñado un papel esencial en el diseño, entendimiento y aplicación del Derecho concursal en España), de los fundamentos económicos del concurso de acreedores, así como del papel que desempeña el Derecho concursal en el diseño de la estructura económica y financiera de las empresas, en el acceso y coste del crédito, en el grado de emprendimiento, innovación y competitividad de las empresas, y, más genéricamente, en la promoción del crecimiento económico. Y es que, como se ha comentado, si un Derecho concursal resulta perjudicial para el deudor (como ocurre en España) puede desincentivar, desde un punto de vista *ex ante*, la innovación, el emprendimiento y la solicitud tempestiva del concurso. Por su parte, si un Derecho concursal resulta perjudicial para los acreedores (como, extraordinariamente, también ocurre en España) puede dificultar el acceso al crédito y, por tanto, la financiación de particulares y empresas. Por este motivo, resulta necesario repensar la forma de hacer, entender y diseñar el Derecho concursal en España, y esa es, precisamente, la finalidad de este trabajo. Además, tomando como base esta nueva forma de entender y diseñar el Derecho concursal, hemos realizado una propuesta de reforma estructural de la Ley Concursal que, partiendo de la literatura económica y de la experiencia comparada, creemos que puede incrementar significativamente la eficacia, eficiencia y atractivo del concurso tanto para deudores como para acreedores. De esta manera, no sólo se promoverá, desde una perspectiva *ex post*, una solución eficiente de la insolvencia sino que, desde una perspectiva *ex ante*, esta reforma que proponemos incentivará la apertura tempestiva del concurso y contribuirá a mejorar el emprendimiento, la innovación, la competitividad y el acceso al crédito en la economía española.

VI. Bibliografía

Viral V. Acharya, Yakov Amihud, Lubomir Litov, *Creditor Rights and Corporate Risk-taking*, NBER WORKING PAPER SERIES (2009) (<http://www.nber.org/papers/w15569.pdf>).

Viral V. Acharya and Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 22 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 4949 (2009).

Viral V. Acharya, Rangarajan K. Sundaram and Kose John, *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 25 (2011).

Barry E. Adler, Douglas G. Baird and Thomas H. Jackson, *BANKRUPTCY: CASES, PROBLEMS AND MATERIALS* (Foundation Press, 4th Edition, 2007, 21-30).

Philippe Aghion, Oliver Hart and John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, in Olivier Blanchard, Kenneth Froot and Jeffrey Sachs (eds.), *THE TRANSITION IN EASTERN EUROPE* (Chicago University Press, Vol. 2, 2004, 215-244).

George Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 488 (1970).

Gregor Andrade and Steven N. Kaplan, *How Costly Is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed*, 53 JOURNAL OF FINANCE 1443 (1998).

John Armour, *Legal Capital: An Outdated Concept?* 1 EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW 5 (2006).

John Armour, *The Law and Economics of Corporate Insolvency: A Review*, ESRC CENTRE FOR BUSINESS RESEARCH, UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, WORKING PAPER NO 197, 3-4 (2001) (http://www.econ.jku.at/members/Buchegger/files/Juristen/armour_2001_corporate%20insolvency.pdf).

John Armour, *The Rise of the 'Pre-Pack': Corporate Restructuring in the UK and Proposals for Reform*, in Robert P. Austin and Fady J.G. Aoun (eds.), *RESTRUCTURING COMPANIES IN*

TROUBLED TIMES: DIRECTOR AND CREDITOR PERSPECTIVES (Ross Parsons Centre of Commercial, Corporate and Taxation Law, 2012, 43-78).

John Armour and Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 303 (2008).

John Armour and Simon Deaking, *Norms in private bankruptcy: the 'London Approach' for the resolution of financial distress*, ESRC CENTRE FOR BUSINESS RESEARCH, UNIVERSITY OF CAMBRIDGE WORKING PAPER NO 173 (2000) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258615).

John Armour, Brian R Cheffins and David A. Skeel Jr., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, 55 VANDERBILT LAW REVIEW 1699, 1754-1699 (2002).

John Armour, Simon Deakin, Viviana Mollica, Mathias Siems, *Law and Financial Development: What We Are Learning From Time Series Evidence*, 6 BRIGHAM YOUNG UNIVERSITY LAW REVIEW 1435 (2009).

Vaughn H. Armstrong and Leigh A. Riddick, *Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value*, WORKING PAPER (2003) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420560).

Kenneth Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, 23 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 161 (2007).

Kenneth Ayotte and Hayong Yun, *Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments*, 25 THE JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION 1 (2007).

Douglas Baird, *The initiation problem in bankruptcy*, 11 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 223 (1991).

Douglas Baird, *The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*, 1 CHICAGO WORKING PAPER IN LAW & ECONOMICS 1, 9-10 (1997).

Lucian A. Bebchuk, *The Ex Ante Costs of Violating the Absolute Priority Rule*, 57 THE JOURNAL OF FINANCE 445 (2002).

Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, 105 YALE LAW JOURNAL 857 (1996).

Lucian A. Bebchuk and Randal Picker, *Bankruptcy rules, managerial entrenchments, and firm-specific human capital*, LAW & ECONOMICS WORKING PAPER NO 16, UNIVERSITY OF CHICAGO LAW SCHOOL (1993).

Jeremy Berkowitz and Michelle White, *Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit*, 35 THE RAND JOURNAL OF ECONOMICS 69 (2004).

Eli Berkovitch, Ronen Israel and Jaime Zender, *The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganizations*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUALITATIVE ANALYSIS 441 (1998).

Marco Celentani, Miguel García-Posada and Fernando Gómez, *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle*, FEDEA WORKING PAPER 2010-11 (2010) (<http://documentos.fedea.net/pubs/dt/2010/dt-2010-11.pdf>).

Stijn Claessens and Leora F. Klapper, *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, 7 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 253 (2005).

Sris Chatterjee, Upinder S. Dhillon and Gabriel G. Ramírez, *Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts*, 25 FINANCIAL MANAGEMENT 5 (1996).

Brian Cheffins, COMPANY LAW: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION (Oxford University Press, 1997), pp. 520-521.

Matilde Cuenca Casas, *Ley de emprendedores y exoneración de deudas o fresh start*, 31 ANUARIO DE DERECHO CONCURSAL 123 (2014).

Sergei A. Davydenko and Julian R. Franks, *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Default in France, Germany and the UK*, 53 THE JOURNAL OF FINANCE 565 (2008).

Douglas W. Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, 51 REVIEW OF ECONOMIC STUDIES 393 (1984).

Simeon Djankov, Oliver Hart, Carale McLiesh and Andrei Shleifer, *Debt Enforcement around the World*, 116 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1105 (2008).

Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, *The Regulation of Entry*, 117 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 1 (2002).

John Duns and John Glover, *The Taxation Priority in Insolvency: An Australian Perspective*, 14 INTERNATIONAL INSOLVENCY REVIEW 171(2005).

Horst Eidenmueller and Kristin van Zwieten, *Restructuring the European Business Enterprise: The EU Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI) - LAW WORKING PAPER NO. 301/2015 (http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2662213).

Robert C. Ellickson, *Of Coase and Cattle: Dispute Resolution Among Neighbors in Shasta County*, 38 STANFORD LAW REVIEW 623 (1986).

David Engel, *Globalization and the Decline of Legal Consciousness: Torts, Ghosts, and Karma in Thailand*, 30 LAW AND SOCIETY INQUIRY 569 (2005).

Luca Enriques and Jonathan Macey, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*, 86 CORNELL LAW REVIEW 1165 (2001).

Juan Ferré Falcón, LOS CRÉDITOS SUBORDINADOS EN LA LEY CONCURSAL (Civitas, 2006).

Julian R. Franks and Walter N. Tourus, *A Comparison of Financial Restructuring in Distressed Exchanges and Chapter 11 Workouts*, 35 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 349 (1994).

Julian R. Franks and Oren Sussman, *Financial Distress and Bank Restructuring of Small to Medium Size UK Companies*, 9 REVIEW OF FINANCE 65 (2005).

Miguel García-Posada, *Insolvency Institutions and Efficiency: The Case of Spain*, BANCO DE ESPAÑA WORKING PAPERS 1302 (2013)

<http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadadas/DocumentosTrabajo/13/Fich/dt1302e.pdf>

Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *Are there alternatives to bankruptcy? A study of small businesses distress in Spain*, 5 JOURNAL OF THE SPANISH ECONOMIC ASSOCIATION 287 (2014).

Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *Entrepreneurship and enforcement Institutions: Disaggregated evidence for Spain*, 40 EUROPEAN JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 49 (2014).

José María Garrido, *OUT-OF-COURT DEBT RESTRUCTURING* (World Bank Studies 2012).

Martin Gelter, *Subordination of Shareholder Loans in Bankruptcy*, 26 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS (2006).

Robert Gertner and David Scharfstein, *A theory of workouts and the effects of reorganization law*, 46 JOURNAL OF FINANCE 1189 (1991).

Stuart C. Gilson, Kose John and Larry H.P. Lang, *Troubled Debt Restructurings: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default*, 27 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 315 (1990).

Fernando Gómez, *La segunda oportunidad del deudor persona individual en Derecho español y el RDL 1/2015*, 40 ACTUALIDAD JURÍDICA URÍA MENÉNDEZ 52 (2015) (<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4746/documento/art04.pdf?id=5934>).

Aurelio Gurrea Martínez, *The Avoidance of Pre-Bankruptcy Transactions: An Economic and Comparative Approach*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 10/2016 (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2845101).

Aurelio Gurrea Martínez, *La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución del concurso de acreedores*, in Ángel Rojo/Ana Campuzano (eds.), *LA LIQUIDACIÓN DE LA MASA* (Civitas, 2014) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2400128)

Aurelio Gurrea Martínez, *El impacto de los beneficios fiscales de la deuda en la financiación de las empresas y la estabilidad del sistema financiero*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE

DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 1/2017
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2899871)

Aurelio Gurrea Martínez, *Implicaciones económicas de la falta de innovación en la academia jurídica española*, EL NOTARIO DEL SIGLO XXI, MARZO-ABRIL 2017
(<http://www.elnotario.es/index.php/opinion/7528-implicaciones-economicas-de-la-falta-de-innovacion-en-la-academia-juridica-espanola>).

Aurelio Gurrea Martínez, A., *La incomprensible vigencia de la sección de calificación en el Derecho concursal español del siglo XXI*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER NO. 1/2016 (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710117)

Aurelio Gurrea Martínez, A., *The Low Use of Bankruptcy Procedures in Spain: Reasons and Implications for the Spanish Economy*, IBERO-AMERICAN INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE, WORKING PAPER No. 1/2016
(https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2783666).

Aurelio Gurrea Martínez, LA CALIFICACIÓN CULPABLE DEL CONCURSO POR ERRORES E INCUMPLIMIENTOS CONTABLES (Thomson Reuters, 2016, 33-40).

Oliver Hart, *Different Approaches to Bankruptcy*, NBER WORKING PAPER SERIES (2000).

Thomas H. Jackson, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* (Harvard University Press 1986).

Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305 (1976).

Michael C. Jensen, *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 AMERICAN ECONOMIC REVIEW 323 (1986).

Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 305 (1976).

Michael Jensen, *Active Investors, LBOs and the Privatization of Bankruptcy*, 2 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 35 (1989).

Daniel Kahneman and Amos Tversky, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, 47 *ECONOMETRICA* 263 (1979).

Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 53 *JOURNAL OF FINANCE* 1131 (1997).

Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY* 1113 (1998).

Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, *The Economic Consequences of Legal Origins*, 46 *JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE* 285 (2008).

Ross Levine, *Law, Finance, and Economic Growth*, *JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION* 8 (1999).

Stewart Macaulay, *Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study*, 28 *AMERICAN SOCIOLOGICAL REVIEW* 1 (1963).

Barbara K. Morgan B, *Should the Sovereign Be Paid First? A Comparative International Analysis of the Priority for Tax Claims in Bankruptcy* (2000) 74 *AMERICAN BANKRUPTCY LAW JOURNAL* 461 (2000).

Edward R. Morrison, *Bankruptcy's Rarity: Small Business Workouts in the United States*, 5 *EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW* 172 (2008).

Edward R. Morrison, *Bargaining around Bankruptcy: Small Business Distress and State Law* 38 *JOURNAL OF LEGAL STUDIES* 255 (2009).

Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, 13 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 187 (1984).

Pablo Pascual Huerta, *Los ficheros de solvencia positivos. Una visión desde el derecho comparado*, en Lorenzo Prats/Matilde Cuenca/Carlos Alonso (coords.), *PRÉSTAMO RESPONSABLE Y FICHEROS DE SOLVENCIA* (Aranzadi, 2014), pp. 309-360.

Jennifer Payne, *SCHEME OF ARRANGEMENTS: THEORY, STRUCTURE AND OPERATION* (Cambridge University Press, 2014).

Cándido Paz-Ares, *¿Cómo entendemos y cómo hacemos el Derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)*, en Paz-Ares (coord.), *TRATANDO DE LA SOCIEDAD LIMITADA* (Fundación Cultural del Notariado, 1997), pp. 159-205.

Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, 50 *THE JOURNAL OF FINANCE* 1421 (1995).

Alan Schwartz, *A Normative Theory of Corporate Bankruptcy*, 91 *VIRGINIA LAW REVIEW* 1199 (2005).

Santiago Senent, *Exoneración del pasivo insatisfecho y concurso de acreedores*, UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID (2015) (<http://eprints.sim.ucm.es/28133/1/T35661.pdf>).

Mathias Siems, *Shareholder protection Around the world*, 33 *DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW* 111 (2008).

David A. Skeel, Jr. and Georg Krauser-Vilmar, *Recharacterization and the Nonhindrance of Creditors*, 7 *EUROPEAN BUSINESS ORGANIZATION LAW REVIEW* 259 (2006).

Cass Sunstein and Richard Thaler, *NUDGE: IMPROVING DECISIONS ABOUT HEALTH, WEALTH, AND HAPPINESS* (Yale University Press, 2008).

Christopher F. Symes, *Reminiscing the Taxation Priorities in Insolvency*, 2 *JOURNAL OF THE AUSTRALASIAN TAX TEACHER ASSOCIATION* 435 (2005).

Foteini Teloni, *Chapter 11 Duration, Preplanned Cases and Refiling Rates: An Empirical Analysis in the Post-BAPCPA Era*, 23 *AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE LAW REVIEW* 571 (2015).

Karin Thornburg, *Bankruptcy Auctions: Costs, Debt Recovery and Firm Survival*, 58 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 337 (2000).

George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 CALIFORNIA LAW REVIEW 1073 (1995).

Jerold B. Warner, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, 32 JOURNAL OF FINANCE 337 (1977).

Lawrence A. Weiss, *Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims*, 27 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 285 (1990).

Michelle J. White, *Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructuring*, 10 THE JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION 268 (1994).

Michelle J. White, *The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison*, in Jagdeep S. Bhandari and Lawrence A. Weiss (eds.), *CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVE* (Cambridge University Press, 1996, 467-500).

Michelle White, *The Corporate Bankruptcy Decision*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL PERSPECTIVES 129 (1989).

Ernesto Zangari, *Addressing the Debt Bias: A Comparison between the Belgian and the Italian ACE Systems*, TAXATION PAPERS. WORKING PAPER SERIES 44/2014 (http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_44.pdf)