

La supervivencia concursal en España. Lecciones tras una crisis

Manuel Rico Llopis

Economista en el despacho Leopoldo Pons

Francisco Puig Blanco

*Profesor titular de Universidad
Departamento de Dirección de Empresas.
Universitat de València*



Don Manuel Rico Llopis, felicitado por la mesa presidencial del Premio «Estudios Financieros»

Este trabajo ha obtenido el **1.º Premio «Estudios Financieros» 2018** en la modalidad de **Contabilidad y Administración de Empresas**.

El jurado ha estado compuesto por: don Enrique Rubio Herrera, don Eladio Acevedo Heranz, doña Beatriz García Osma, don Ferrán Rodríguez Arias y don Enrique Villanueva García.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

EXTRACTO

En los últimos 10 años hemos sido testigos de una grave crisis financiera y una intensa actividad concursal. Miles de empresas de todos los sectores y tamaños en situación de insolvencia visitaron los juzgados para declararse en concurso de acreedores e iniciar así un proceso de refluotamiento

.../...

.../...

empresarial. Sin embargo, solo un número muy reducido de ellas consiguió sobrevivir. ¿Cuáles han sido las razones de esa tasa tan baja de eficacia concursal? La literatura sobre refluotamiento empresarial no ofrece ninguna respuesta concreta porque el fenómeno de las empresas insolventes apenas ha sido objeto de análisis previo. Por ello, el objetivo de este trabajo es arrojar luz sobre la supervivencia concursal en España a través del análisis conjunto de los tres determinantes claves del proceso: *stakeholders*, intensidad de la respuesta y gravedad de la situación. Para tal fin hemos analizado longitudinalmente el proceso seguido y su resultado (fracaso, supervivencia marginal y éxito) en una muestra de 599 empresas que estuvieron inmersas en un concurso de acreedores durante 2012-2015. Los resultados obtenidos permiten orientar a los legisladores, académicos y directivos para afrontar más eficazmente la supervivencia concursal en España en el futuro.

Palabras clave: insolvencia; supervivencia; refluotamiento; estrategia; España.

Fecha de entrada: 03-05-2018 / *Fecha de aceptación:* 10-07-2018

ACCOUNTING

Bankruptcy survival in Spain. Lessons after a crisis

ABSTRACT

During the last 10 years we have witnessed a severe financial crisis and intense bankruptcy activity. Thousands of insolvent firms across industries and sizes visited the courts to declare themselves bankrupt and started a turnaround process. However, only few of them were able to survive. Which were the reasons for such a low rate of bankruptcy survival? Turnaround literature does not offer any precise answer because the phenomenon of firm bankruptcy has been scarcely analyzed in prior studies. Therefore, the aim of this study is to shed light on bankruptcy survival in Spain by addressing three key determinants of the process: stakeholders, response intensity and severity of decline. To such aim, we longitudinally assessed the process and outcome (failure, marginal survival or success) followed by a sample of 599 firms that were declared bankrupt during 2012-2015. The results orientate legislators, scholars and managers to face more efficiently bankruptcy survival in Spain in the future.

Keywords: bankruptcy; survival; turnaround; strategy; Spain.

Sumario

1. Introducción
2. Revisión teórica e hipótesis
 - 2.1. Las estrategias defensivas en el proceso de reflotamiento
 - 2.2. Hipótesis
3. Metodología
 - 3.1. Contexto empírico. El concurso de acreedores
 - 3.2. Muestra
 - 3.3. Variables
 - 3.3.1. Variables dependientes
 - 3.3.2. Variables independientes
 - 3.3.3. Variables de control
4. Resultados
 - 4.1. Análisis descriptivo
 - 4.2. Análisis empírico
5. Conclusiones

Referencias bibliográficas

Cómo citar este estudio:

Rico Llopis, M. y Puig Blanco, F. (2018). La supervivencia concursal en España. Lecciones tras una crisis. *RCyT. CEF*, 425-426, 143-170.

1. INTRODUCCIÓN

La reciente crisis financiera ha causado importantes problemas operativos y financieros a un gran número de empresas, algunas de las cuales han fracasado y desaparecido, mientras que otras han conseguido sobrevivir e incluso revertir su declive. Martinsa-Fadesa, Blanco, Reyál-Urbis o Pescanova son notables ejemplos recientes de empresas que fueron declaradas en concurso de acreedores y fueron liquidadas o sobrevivieron, con mayor o menor éxito. Como resultado de ello, ha surgido un renovado interés por el estudio de las estrategias de reflotamiento empresarial (*business turnaround*) y por conocer más sobre los determinantes de ese proceso. Una situación de reflotamiento tiene lugar cuando los resultados de una empresa sufren un declive tal que su viabilidad se ve amenazada (Trahms *et al.*, 2013). Las acciones que deben tomarse para recuperar la rentabilidad anterior al declive se conocen como «estrategias de reflotamiento», y la literatura ha distinguido tradicionalmente dos fases principales en las que deben ser adoptadas: fase defensiva (*retrenchment*) y fase de recuperación (*recovery*). La fase defensiva ha sido considerada como el primer e indispensable paso para reflotar una empresa (Robbins y Pearce, 1992), en el cual se pretende estabilizar su declive a través de desinversiones, ventas de activos, recorte de costes o despido de trabajadores; todas esas acciones son definidas genéricamente como «estrategias defensivas». Estas medidas estabilizadoras son las que proporcionan una base para la posterior recuperación (Arogyaswamy *et al.*, 1995).

No obstante, la validación empírica de las estrategias defensivas ha estado lejos de ser homogénea, y se ha recibido un escaso apoyo respecto a la forma adecuada de adoptarlas (Lim *et al.*, 2013). Mientras que una corriente de académicos sostiene que la fase defensiva se trata de una alternativa estratégica que resulta clave para el proceso de reflotamiento (Bruton *et al.*, 2003; Hofer, 1980; Morrow *et al.*, 2004; Robbins y Pearce, 1992), otros en cambio han desafiado tal afirmación, considerando que sus beneficios inmediatos no compensan sus costes estratégicos a largo plazo (Barker y Mone, 1994; Boyne y Meier, 2009; Castrogiovanni y Bruton, 2000). De hecho, tal y como Lim *et al.* (2013, p. 42) afirman, «poco se sabe respecto a cuándo, cómo y de qué forma se deben emplear las estrategias defensivas». En este trabajo pretendemos contribuir a la comprensión del «cómo», superando dos limitaciones habituales de estudios precedentes: el uso de muestras heterogéneas en términos de definición de reflotamiento y el olvido de las empresas insolventes.

Pero, ¿por qué existe tanta controversia en la literatura en lo relativo a la eficacia de las estrategias defensivas en empresas insolventes? Nosotros sostenemos que ello puede deberse a

dos aspectos principales: la omisión de variables claves como son el apoyo de los *stakeholders* (accionistas, trabajadores, proveedores, entidades financieras, etc.), la intensidad de las medidas adoptadas y la gravedad de la crisis en el estudio; y que cuando esas variables han sido consideradas lo fueron de forma independiente, es decir, no se tuvo en cuenta que el resultado de las mismas es interdependiente (por ejemplo, el efecto de una reducción de activos es dependiente de la gravedad de la situación y del apoyo de los *stakeholders*).

Efectivamente, si bien los *stakeholders* son un agente que se ha considerado importante en el contexto del reflotamiento empresarial (Arogyaswamy *et al.*, 1995; Pajunen, 2006; Trahms *et al.*, 2013), el verdadero impacto de su apoyo ha sido frecuentemente ignorado, a pesar de existir evidencias suficientes que aconsejen tenerlo en cuenta en cualquier estudio de la materia (Filatotchev y Toms, 2006). Además, la intensidad de las acciones implementadas, y en particular de las estrategias defensivas, ha estado presente de forma implícita en numerosos trabajos (Hofer, 1980; Robbins y Pearce, 1992; Tangpong *et al.*, 2015), pero nunca se ha estudiado de forma explícita. Asimismo, dado que no todas las estrategias defensivas tienen la misma eficacia, es necesario estudiarlas según el área en la que se adopten, en este caso costes, empleados y activos. A lo anterior hay que sumar la gravedad de la crisis, una variable relevante del declive empresarial que se ha tenido en consideración en diversos estudios (Robbins y Pearce, 1992; Lim *et al.*, 2013), aunque su influencia sobre el resto ha sido frecuentemente ignorada.

Por todo ello, el objetivo de nuestro análisis es profundizar en la comprensión de las estrategias defensivas por medio del estudio de su efectividad en el ignorado contexto de las empresas insolventes. En particular, hemos investigado la intensidad con la que dichas estrategias se implementan y el efecto que ello tiene sobre los *stakeholders*, actores clave para que una empresa insolvente pueda sobrevivir, considerando la gravedad de la crisis que afrontan estas empresas.

Un segundo aspecto relevante de esta investigación es estudiar el efecto de las estrategias defensivas en el contexto de una situación de insolvencia. Una empresa se define insolvente cuando es incapaz de atender sus deudas y solicita el concurso de acreedores. A pesar de la existencia de una considerable literatura sobre reflotamiento empresarial (Hofer, 1980; Robbins y Pearce, 1992; Trahms *et al.*, 2013), únicamente un trabajo anterior se ha centrado en el estudio de la efectividad de las estrategias de reflotamiento en empresas insolventes (Collet *et al.*, 2014). Una razón que explica este olvido puede ser la propuesta por Franks y Sussman (2005), quienes sugieren que los regímenes legales de insolvencia han sido tradicionalmente empleados para liquidar empresas, y por ello han carecido de interés para los académicos del área de reflotamiento. Una segunda razón es que el reflotamiento ha sido tradicionalmente considerado como la recuperación de un nivel de rentabilidad previo al declive (Barker y Mone, 1994). Sin embargo, Pandit (2000) propone que, en situaciones de gravedad extrema, el objetivo de un reflotamiento empresarial puede ser la mera supervivencia, siempre que se alcance un nivel de rentabilidad económica admisible para los *stakeholders*, por bajo que este sea. Estas dos interpretaciones han desembocado en oportunidades perdidas para resolver el problema del muestreo heterogéneo (Trahms *et al.*, 2013) y generar validaciones empíricas más consistentes. Este trabajo, por tanto, corrige esta cuestión analizando empresas que tienen en común que enfrentan el proceso de reflotamiento desde la posición de insolvencia.

Asimismo, merece la pena resaltar el tercer aspecto relevante de este trabajo, al pretender superar la tradicional dicotomía éxito/fracaso empleada en los estudios previos con la definición de tres posibles soluciones para el concurso: liquidación, supervivencia marginal y supervivencia exitosa. En otras palabras, los análisis aquí realizados permiten evaluar en qué medida el apoyo de los *stakeholders*, las acciones emprendidas y la gravedad de la crisis contribuyen en la inclinación hacia una u otra.

Los resultados obtenidos del análisis multivariante realizado a una muestra de 599 empresas españolas que estuvieron inmersas en un concurso de acreedores durante 2012-2015 contribuyen de diferentes formas. En primer lugar, se enriquece la literatura de reflotamiento empresarial por medio de la introducción de la intensidad de las estrategias defensivas como un factor de éxito, además de su interrelación con el apoyo de los *stakeholders* y la gravedad de la crisis. En segundo lugar, los hallazgos del trabajo sirven de orientación para los directivos de empresas que atraviesan dificultades financieras respecto a cómo conseguir reflotar su empresa. En tercer lugar, los resultados constituyen una base para futuras mejoras en la Ley concursal española con el fin de mejorar el alcance y eficacia del procedimiento concursal.

El trabajo se estructura del siguiente modo. En el epígrafe 2 se proponen las hipótesis con base en la revisión de la literatura de reflotamiento empresarial. El epígrafe 3 describe los datos y la metodología empleada para validar empíricamente las hipótesis. El epígrafe 4 muestra los resultados del análisis y su discusión. Finalmente, en el último epígrafe se exponen las conclusiones del trabajo.

2. REVISIÓN TEÓRICA E HIPÓTESIS

2.1. LAS ESTRATEGIAS DEFENSIVAS EN EL PROCESO DE REFLOTAMIENTO

El artículo seminal respecto a las estrategias defensivas es el de Robbins y Pearce (1992), que evaluaron la efectividad de las estrategias en empresas del sector textil de Estados Unidos. Se definió que una empresa alcanzaba un reflotamiento exitoso si se recuperaban los niveles previos de rentabilidad (en su caso, ROI y ROS), también por encima del sector, durante 2 años consecutivos. En su trabajo, se definieron dos tipos de estrategias defensivas: reducción de costes y reducción de activos. Los resultados obtenidos muestran que los recortes de costes y activos están relacionados positivamente con el reflotamiento empresarial. Además, dicha relación era más fuerte para las empresas que sufrían situaciones de crisis más graves. Concluyeron, por tanto, que «las estrategias defensivas fueron críticas para conseguir un reflotamiento exitoso» (Robbins y Pearce, 1992, p. 303).

Sin embargo, las investigaciones posteriores sobre las estrategias defensivas y su efecto en el reflotamiento empresarial han producido resultados contradictorios alimentando así una importante controversia. Barker y Mone (1994) sugieren que los recortes son una consecuencia del declive, y no un medio para alcanzar el reflotamiento. Otros autores opinan que, mientras que los recortes de costes y activos pueden resultar apropiados en sectores maduros (como la industria textil), estas medidas pueden ser inadecuadas en otros contextos. Morrow *et al.* (2004) cuestio-

nan la validez universal de las estrategias defensivas en sectores en crecimiento e innovadores, y concluyen que los recortes de activos y costes no aumentan la rentabilidad de las empresas de dichos sectores en la misma medida que en sectores maduros. Además, los trabajos previos han deducido que determinados recortes en costes y activos son más efectivos que otros (Lim *et al.*, 2013). Finalmente, la implementación (Castrogiovanni y Bruton, 2000), así como el tiempo de respuesta (Tangpong *et al.*, 2015), también pueden afectar a los resultados.

Algunas de las claves que determinan la heterogeneidad de resultados observados en la literatura previa son el apoyo de los *stakeholders*, la intensidad de las acciones adoptadas y la gravedad de la crisis (Arogyaswamy *et al.*, 1995). La interrelación de las tres variables ha sido estudiada en diversos trabajos, si bien no se han evaluado los efectos que producen en empresas insolventes. De forma resumida, la literatura propone que las mencionadas variables evolucionan del siguiente modo:

- Cuando una empresa sufre un declive de resultados, sus relaciones con *stakeholders* se deterioran como consecuencia del empeoramiento en las expectativas que estos tienen respecto a la evolución futura de la empresa (D'Aveni, 1989).
- Ante esa situación, la empresa debe «realinear» las expectativas de los grupos de interés con su nueva situación, de modo que se consiga su apoyo para llevar a cabo las medidas que permitan estabilizar la crisis (Filatotchev y Toms, 2006).
- En función de la gravedad de la situación, la empresa deberá adoptar medidas más o menos drásticas, con el objetivo de estabilizar el declive y mejorar la rentabilidad (Robbins y Pearce, 1992).
- Con ello se reactiva un círculo virtuoso, pues la mejora de los resultados conllevará un mayor apoyo por parte de los *stakeholders*, que darán credibilidad a nuevas medidas que pretenda adoptar la empresa (Pajunen, 2006).

En definitiva, es con base en estas tres variables sobre lo que se construyen las hipótesis propuestas y que desarrollamos a continuación.

2.2. HIPÓTESIS

Una de las primeras consecuencias del declive es el deterioro de las relaciones con los *stakeholders* (Arogyaswamy *et al.*, 1995), que ven frustradas las expectativas que tenían en la evolución de la empresa y los retornos que les podía proporcionar en un futuro. De hecho, la insolvencia es definida según D'Aveni (1989) como la situación en la que los *stakeholders* han retirado de forma mayoritaria su apoyo a la empresa. Es por ello que, para tener éxito en su refluotamiento, la empresa debe abordar una renovación de las relaciones con los principales grupos de interés. Esta dinámica es descrita por Filatotchev y Toms (2006) cuando definen la existencia de una fase de «realineamiento», en la que la empresa retoma y refuerza las relaciones con los

stakeholders críticos para su supervivencia, y que le permitirán adoptar las posteriores medidas necesarias para estabilizar su crisis y recuperar su rentabilidad. Ello exige que, con anterioridad a tomar cualquier medida, la empresa debe reorientar las expectativas de sus *stakeholders* en la nueva dirección que el declive de sus resultados ha provocado con el fin de recuperar su apoyo. En esas situaciones, es posible que grupos de interés que anteriormente carecían de un poder relevante en la toma de decisiones empresariales, como pueden ser las entidades financieras, adquieran un peso crítico, al depender el futuro de la empresa de la consecución de su apoyo (Pajunen, 2006). Los *stakeholders* prestarán fondos, darán crédito comercial o inyectarán capital en la compañía si se consigue recuperar su apoyo (Trahms *et al.*, 2013). Algunos casos de empresas españolas concursadas que nos permiten ejemplificar lo importante que fue el apoyo de los *stakeholders* en su supervivencia son Porvasal, Falca o Pescanova. Por todo ello, la primera hipótesis sugerida es la siguiente:

Hipótesis 1. *Ceteris paribus, (no) conseguir el apoyo de los stakeholders influye (negativamente) positivamente en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

Aunque la prensa económico-financiera recoge casos de insolvencia empresarial y la forma en que es abordada (por ejemplo, los casos de Keraben y la venta de su filial Construplas o Mistral Bonsai y el ERE que afectó a una parte significativa de la plantilla), lo cierto es que la intensidad de las medidas que adopta la empresa ha sido una variable escasamente estudiada. Si bien la literatura precedente ha sugerido su existencia (Hofer, 1980; Lim *et al.*, 2013; Robbins y Pearce, 1992), es cierto que no se ha abordado de forma explícita en otros trabajos. Como apuntan Lim *et al.* (2013), se tiene un conocimiento escaso sobre qué, cómo y cuándo se implementan las estrategias defensivas en los casos en los que las empresas afrontan un declive de sus resultados. En este sentido, la teoría ofrece respaldo a la idea de que la intensidad de las acciones implementadas tiene una influencia relevante en el resultado del proceso de reflotamiento, bien sea positiva (Hofer, 1980; Robbins y Pearce, 1992) o negativa (Weitzel y Jonsson, 1989). De ahí que la segunda hipótesis propuesta sea la siguiente:

Hipótesis 2. *Ceteris paribus, la intensidad de las acciones defensivas adoptadas influye en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

La intensidad de las acciones se ha desglosado en tres áreas sobre las que habitualmente actúan las empresas en el marco del reflotamiento: costes, empleados y activos (Tangpong *et al.*, 2015). Robbins y Pearce (1992) apuntan que cuanto mayor sea el recorte que se efectúe en los costes, mayores serán las probabilidades de que se produzca un reflotamiento exitoso. Por su parte, Morrow *et al.* (2004) concluyeron que las empresas que se ubicaban en sectores en crecimiento no experimentaron mejoras importantes de su rentabilidad cuando redujeron costes, aunque no parece ser el caso de las empresas insolventes. Por su parte, Hofer (1980) propuso que los recortes de costes debían ser adoptados cuando la empresa se encuentra rondando el punto de equilibrio, sugiriendo la adopción de «profundas reducciones de costes en un corto plazo» (Hofer, 1980, p. 26). En resumen, todo apunta a que la intensa reducción de costes en empresas que se encuentran en una situación de insolvencia tendrá efectos positivos sobre sus probabilidades de

supervivencia, en mayor medida que si las medidas adoptadas son débiles. Por ello, la hipótesis propuesta se formula del siguiente modo:

Hipótesis 2a. *Ceteris paribus, la mayor (menor) intensidad del recorte de costes influye positivamente (negativamente) en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

Los costes laborales son una de las áreas que ofrece mayores oportunidades de ahorro inmediato a las empresas en declive. Las pequeñas y medianas empresas (pymes) en particular se ven abocadas a reducir su plantilla de forma muy frecuente, pues no tienen la capacidad de adoptar otro tipo de estrategias de mayor complejidad (Chowdhury y Lang, 1996). Reducir los costes laborales manteniendo las ventas produce un aumento inmediato en la productividad, de ahí la tentación de actuar sobre esta área. No obstante, los perjuicios que puede producir la adopción de medidas drásticas en la plantilla de una empresa pueden superar de forma sustancial sus inmediatos beneficios (Tangpong *et al.*, 2015). Los problemas derivados de un recorte masivo en el número de empleados van desde el deterioro de la implicación o la confianza en la empresa al hundimiento de la moral (Datta *et al.*, 2010; Santana *et al.*, 2017), de modo que teniendo la intención de conseguir una supervivencia a corto plazo se puede provocar la causa que impida la recuperación a largo plazo. Dados los efectos que un recorte intenso de empleados puede producir en la empresa, la hipótesis sugerida es la siguiente:

Hipótesis 2b. *Ceteris paribus, la mayor (menor) intensidad del recorte de empleados influye negativamente (positivamente) en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

Otra de las medidas que con más frecuencia se adopta en situaciones de declive es la venta de activos como inmovilizados tangibles o inventario (Bruton *et al.*, 2003). De hecho, la reducción de activos puede contribuir en el proceso de desapalancamiento financiero en empresas que sufren situaciones de sobreendeudamiento (Altman y Hotchkiss, 2006). Robbins y Pearce (1992) concluyeron que las reducciones de activos eran aconsejables cuando la gravedad de la crisis de la empresa fuera alta o extrema, como puede ser el caso de la insolvencia. Hofer (1980) también propone que las empresas cuyas ventas están muy por debajo del punto de equilibrio (sus costes fijos son más elevados que las ventas) deben reducir sus activos fijos de forma sustancial. No obstante, el nivel de activos que se debe recortar normalmente depende del tiempo y los recursos de que la empresa dispone en el momento de afrontar el declive. Una empresa que reduce activos de forma excesiva puede lastrar su competitividad y capacidad productiva futuras (Ndofor *et al.*, 2013). Hofer (1980) limita las medidas de ventas de activos al «nivel suficiente para que la empresa afronte sus necesidades de tesorería en los próximos 3 o 6 meses», pero lógicamente una reducción excesiva de activos llevará a que la empresa pierda sus eventuales ventajas competitivas. En consecuencia, se puede deducir que la intensidad con la que se reduzcan los activos es relevante para el proceso, y que la misma influye negativamente en la supervivencia de las empresas insolventes, de modo que la hipótesis propuesta es la siguiente:

Hipótesis 2c. *Ceteris paribus, la mayor (menor) intensidad del recorte de activos influye negativamente (positivamente) en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

La gravedad de la crisis es una de las variables que se considera de forma más habitual en estudios de reflotamiento (Hofer, 1980; Robbins y Pearce, 1992). La gravedad de la crisis viene determinada por la rapidez con la que ha actuado la empresa (a menor rapidez, mayor gravedad) y por las circunstancias particulares del sector o la coyuntura económica. Asimismo, la gravedad de la crisis determina las estrategias que son más adecuadas para superarla. Mientras que en situaciones de gravedad baja son aconsejables las reducciones de costes, en situaciones de mayor gravedad resulta necesaria la venta de activos (Hofer, 1980). Robbins y Pearce (1992) sostienen que cuanto mayor es la gravedad de la crisis, mayores son las probabilidades de que su reflotamiento sea exitoso cuando se adoptan estrategias defensivas. El caso de Pescanova, que entró al concurso en una situación de gravedad financiera extrema y necesitó una intervención urgente por parte de las entidades financieras, o, en el polo opuesto, Reyal-Urbis, cuya situación financiera no era tan grave pero no consiguió el apoyo suficiente para sobrevivir, ilustran lo afirmado. En consecuencia, la hipótesis propuesta es la siguiente:

Hipótesis 3. *Ceteris paribus, la mayor (menor) gravedad de la crisis de la empresa influye (negativamente) positivamente en el reflotamiento de una empresa insolvente.*

3. METODOLOGÍA

3.1. CONTEXTO EMPÍRICO. EL CONCURSO DE ACREEDORES

El contexto empírico del presente estudio son las empresas declaradas en concurso de acreedores en España en el periodo 2012-2015. El sistema concursal es aquel por medio del cual se resuelven los problemas de insolvencia de las empresas. La insolvencia se define como la imposibilidad de satisfacer las deudas en el momento de su vencimiento y en las cantidades acordadas con los acreedores. En España, únicamente caben dos soluciones al concurso de acreedores:

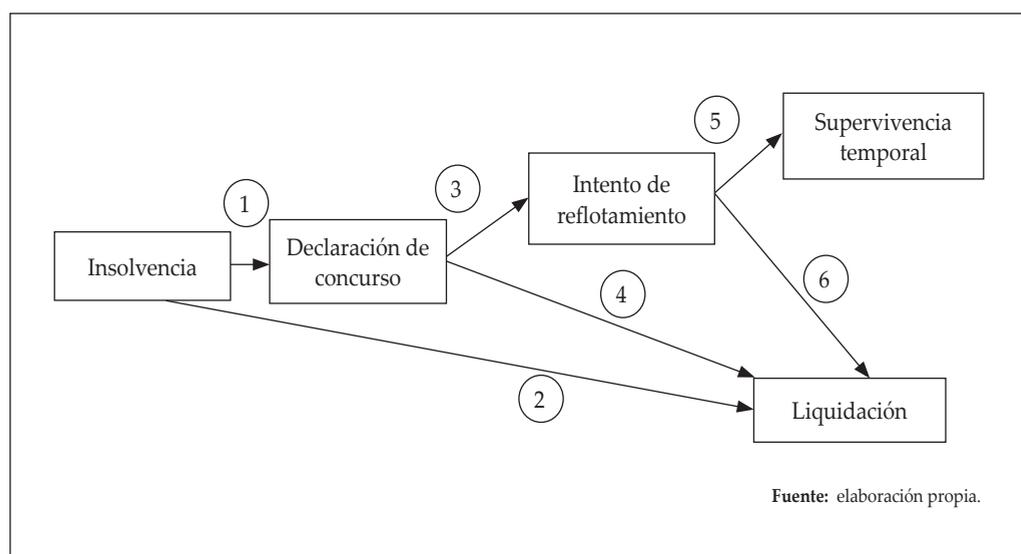
- La supervivencia por medio de la aprobación de un convenio.
- La liquidación y consecuente desaparición de la empresa.

España posee la particularidad de que su sistema concursal es poco utilizado (García-Posada y Mora-Sanguinetti, 2012) y con una efectividad muy inferior a la de los países desarrollados (García-Posada y Vegas, 2016), con únicamente unas tasas de supervivencia que rondan el 7%, de ahí el interés en evaluar aquellas medidas que permiten sobrevivir a las empresas que lo consiguen.

El procedimiento concursal se estructura del modo que se ilustra en la figura 1. En primer lugar, la empresa es insolvente y es declarada en concurso (1), y en ese mismo momento puede

entrar directamente en liquidación (2) o intentar revertir su situación (3). El primer paso ha sido descartado en el objeto del presente estudio, pues las empresas que se declaran insolventes e inmediatamente se liquidan carecen de estrategias que estudiar en este ámbito. El intento de reflotamiento se hace por medio de la presentación de un convenio a los acreedores. Si los acreedores aprueban ese convenio, la empresa sobrevivirá y saldrá temporalmente del concurso (5), al menos hasta que cumpla los pagos del convenio. Si los acreedores no lo aprueban, la empresa será liquidada (6), y el proceso habrá resultado fracasado.

Figura 1. El procedimiento concursal



El presente estudio parte de la creencia de que las empresas que son declaradas insolventes disponen de un tiempo desde esa declaración hasta el intento de reflotamiento para revertir su situación, recuperando el apoyo de sus *stakeholders* y adoptando las medidas correctivas necesarias en función de la gravedad de la crisis que están experimentando.

Para los fines del trabajo, hemos huido del estudio de la dualidad supervivencia/liquidación y hemos dividido la supervivencia en dos posibles resultados más: marginal y exitosa (Morrow *et al.*, 2004). De esta forma enriquecemos sus contribuciones al derivar de tres posibles estados (en lugar de dos) y las mismas permiten comprender mejor a las empresas resilientes (supervivencia exitosa). Así, la supervivencia marginal es aquella en la que la empresa, a pesar de sobrevivir, no consigue alcanzar una rentabilidad (ROA) positiva, mientras que la exitosa es aquella en la que, además de sobrevivir, la empresa alcanza una rentabilidad positiva e incluso mejor que en los estados previos al declive. De este modo, se han definido tres resultados posibles para el proceso: liquidación, supervivencia marginal y éxito.

3.2. MUESTRA

La reforma de mayor alcance y más reciente que se produjo en la Ley concursal tuvo lugar a finales de 2011 (García-Posada y Vegas, 2016). Dado que se tiene interés en evaluar el régimen actual, la muestra fue extraída de la población de empresas españolas que fueron declaradas en concurso de acreedores en el periodo 2012-2014, ambos inclusive. En el punto de la toma de datos (31 de diciembre de 2016), la fecha límite para la recogida de los mismos fue el 31 de diciembre de 2015. En consecuencia, la muestra se ha compuesto de las empresas insolventes que alcanzaron un resultado (liquidación, supervivencia marginal o éxito) entre 2012 y 2015 (inclusive). También se exigió que las empresas tuvieran una vida mínima de 5 años, para evitar encontrar empresas cuyo fracaso estuviera originado en los primeros años de vida (*liability of newness*), y que tuvieran cuentas anuales disponibles en los ejercicios en los que estuvieron declaradas en concurso y alcanzaron una solución. Siguiendo a Pozuelo *et al.* (2013), este periodo de toma de datos es adecuado para un estudio de empresas en dificultades, dado que el ejercicio en el que más declaraciones de concurso se produjeron fue 2013. La muestra está sesgada hacia las empresas que solicitaron el concurso y que tienen mayor potencial de reflotamiento, pues han sido descartadas las empresas que se declaran en concurso y, al mismo tiempo, entran en liquidación. Este problema se ha encontrado en trabajos similares con empresas españolas (Pozuelo *et al.*, 2013; Van Hemmen, 2009).

Los datos fueron extraídos de la base de datos del Sistema de análisis de balances ibéricos (SABI), que contiene información financiera procedente de las cuentas anuales de 2 millones de empresas españolas y medio millón de empresas portuguesas, obtenidas del Registro Mercantil. La base de datos se utiliza de forma generalizada en investigación sobre empresas españolas (Coad *et al.*, 2013). Los datos respecto a la fecha y resultado del procedimiento concursal fueron extraídos del Registro Público Concursal, que contiene información pública de todos los concursos de acreedores declarados en España. En caso de que una empresa seleccionada inicialmente en SABI estuviera declarada en concurso, pero no hubiera alcanzado uno de los resultados observados en el estudio, se excluyó del mismo.

También se excluyeron de la muestra a las empresas vinculadas con el sector de la construcción residencial, sociedades anónimas deportivas y empresas de capital público, dado que su estructura financiera habría distorsionado las variables objeto de estudio. En el sector de la construcción, los inmuebles están clasificados como «existencias». No obstante, en realidad, una cantidad importante de estos activos corrientes se han convertido en no corrientes debido a la crisis económica. Además, existe un sesgo hacia la liquidación en dicho sector particular, pues en España la mayoría de las empresas constructoras que han sido declaradas en concurso han acabado en liquidación (Van Hemmen, 2009). Es el caso de Martinsa-Fadesa (aunque inicialmente consiguió sobrevivir), Llanera o Reyál-Urbis. Las sociedades anónimas deportivas tienen diversas particularidades que hacen aconsejable su exclusión (Rico y Puig, 2015). Finalmente, las empresas de capital público han sido también excluidas, dado que el procedimiento para ser reflotadas varía significativamente del de las empresas privadas (Jas y Skelcher, 2005). Al respecto pueden observarse las liquidaciones de Radiotelevisió Valenciana. Inicialmente, 2.387 empresas insol-

ventes fueron encontradas en SABI. De estas, 685 coincidieron con los criterios de inclusión descritos. Después de eliminar las empresas que carecían de algún dato relevante, la muestra final consistió en 599 empresas.

3.3. VARIABLES

3.3.1. Variables dependientes

A) Resultado

Tradicionalmente, la variable dependiente en estudios de refluotamiento se ha basado en el uso de ratios financieros (ROI, ROS o ROA) (Morrow *et al.*, 2004; Ndofor *et al.*, 2013; Robbins y Pearce, 1992). No obstante, de modo similar a Boyne y Meier (2009), se seleccionó un indicador adecuado al contexto del estudio. En este caso, se han considerado tres variaciones en el resultado de la empresa concursada: liquidación, supervivencia marginal y éxito. La *liquidación* o cierre es el caso en el que la empresa no supera el concurso. La *supervivencia marginal* se ha definido como la consecución de un acuerdo con los acreedores, pero no se recupera una rentabilidad (ROA) positiva al final del proceso. El *éxito*, por el contrario, se define como la consecución de un acuerdo (supervivencia) pero obteniendo un ROA positivo.

3.3.2. Variables independientes

A) Apoyo de los *stakeholders*

En contextos de insolvencia, y en particular aquellos con predominio de pymes, son escasos los datos e indicadores respecto al apoyo de los *stakeholders*, como pueden ser la capitalización bursátil o *ratings* de deuda (Chowdhury y Lang, 1996). Ante tal limitación, se ha tomado como variable *proxy* del apoyo de los *stakeholders* la variación del patrimonio neto durante el procedimiento concursal. Si el patrimonio neto aumenta durante el procedimiento concursal, significa que la empresa ha conseguido capital adicional, se han obtenido beneficios operativos, los acreedores han reducido sus deudas o se han recibido subvenciones, entre otros (Castrogiovanni y Bruton, 2000). De ese modo, puede resultar un indicador adecuado de si la empresa consigue recibir el apoyo de sus grupos de interés para su continuidad. Esta variable ha tomado el valor de 1, si el patrimonio neto aumentó, y el valor 0, si se mantuvo o se redujo durante el procedimiento concursal.

B) Intensidad de la respuesta

Esta variable recoge la intensidad de la respuesta defensiva que adoptan las empresas insolventes en tres áreas principales: costes, empleados y activos. Se ha medido la variación porcen-

tual entre el ejercicio previo a la declaración de concurso y el ejercicio en el que se obtiene un resultado. La reducción de costes se ha medido con la variación de gastos de explotación (Lim *et al.*, 2013), el recorte en empleados se ha medido con la reducción de gastos de personal (Tangpong *et al.*, 2015), y la reducción del activo total ha sido la medida para detectar recortes de activo (Morrow *et al.*, 2004). Para medir la intensidad de las medidas adoptadas se ha construido una escala del 0 al 2, con base en los umbrales detectados en la literatura previa. La variable ha tomado el valor 0 si no se ha efectuado ningún recorte o, como mucho, la reducción ha sido del 5%, que puede haberse debido a circunstancias ajenas a las acciones de la empresa (Lim *et al.*, 2013). El valor 1 lo ha tomado cuando los recortes en las variables oscilan entre 5% y 25%. Este segundo umbral ha sido considerado como recorte excesivo en contextos de insolvencia (Moulton y Thomas, 1993). Finalmente, la variable ha tomado el valor 2 cuando el recorte ha sido superior al 25% de los costes, empleados o activos. Esta forma de codificar nos permite capturar el nivel e intensidad de las medidas defensivas al mismo tiempo que se aporta un mayor detalle en las medidas que en estudios precedentes (Ndofor *et al.*, 2013).

C) Gravedad de la crisis

Esta variable se ha medido con base en el modelo Z'-Score de Altman y Hotchkiss (2006), un modelo para empresas que no cotizan, como es el caso de la muestra del presente estudio. La puntuación Z' se calcula del siguiente modo:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Donde:

$$X_1 = (\text{Activo corriente} - \text{Pasivo corriente}) / \text{Activo total}$$

$$X_2 = \text{Reservas} / \text{Activo total}$$

$$X_3 = \text{Resultado de explotación} / \text{Activo total}$$

$$X_4 = \text{Patrimonio neto} / \text{Pasivo total}$$

$$X_5 = \text{Ventas} / \text{Activo total}$$

Cuando el valor Z' se encuentra por encima de 2,90, la empresa se encuentra en «zona segura», es decir, tiene un riesgo bajo de tener dificultades. Si el valor Z' se ubica entre 1,23 y 2,90, existen dudas de que la empresa pueda tener dificultades («zona gris»). Finalmente, si el valor Z' se encuentra por debajo de 1,23, se puede afirmar que la empresa se encuentra en dificultades.

Al trabajar con empresas insolventes, se ha pretendido detectar la existencia de una situación de crisis severa. En este sentido, se ha otorgado el valor 1 a la variable en caso de que el valor de Z' fuese menor que 1,23 (alta probabilidad de tener dificultades) y 0 en otro caso. Se ha

asumido que la «zona gris» no es lo suficientemente grave como para considerar que la crisis de la empresa no es severa.

3.3.3. Variables de control

A) Tamaño

Las investigaciones precedentes han evaluado que la relación entre el tamaño de la empresa y las probabilidades de éxito en un proceso de refluotamiento es positiva, es decir, cuanto mayor es la empresa, más posible es que complete un refluotamiento exitoso. Las empresas más grandes son capaces de captar fondos para los que pueden aportar más garantías que las empresas más pequeñas, por contar con más activos libres para tal fin (Trahms *et al.*, 2013). De este modo, las empresas más grandes gozan no solo de una base de recursos más amplia, sino también de un nivel superior de recursos no utilizados. Además, algunos autores (Altman y Hotchkiss, 2006) afirman la existencia de economías de escala, pues los costes del procedimiento son comparativamente superiores para las pymes, ya que gran parte son fijos.

El valor de esta variable se ha construido en una escala 1-3, siendo 1 el valor tomado por microempresas, 2 por pequeñas empresas y 3 por empresas medianas y grandes. Para la clasificación de las empresas por tamaño se han seguido los criterios establecidos en el Reglamento (UE) núm. 651/2014 de la Comisión.

B) Sector

El sector de actividad resulta de gran importancia en el resultado de un refluotamiento, atendiendo a la literatura precedente (Lim *et al.*, 2013; Robbins y Pearce, 1992). Para capturar esta variable se ha efectuado una distinción entre empresas manufactureras y empresas de servicios o comercio. Las características distintivas de ambos grupos, observadas en trabajos anteriores (Morrow *et al.*, 2004), hacen aconsejable dividir en dos grupos los sectores en los que se ubican las empresas en concurso de acreedores. La mayor intensidad en inmovilizado material presente en sectores manufactureros o la mayor concentración de mano de obra en los sectores terciarios hacen necesario controlar esta variable con el fin de distinguir la efectividad de las medidas adoptadas. A las empresas manufactureras se les ha asignado el valor 1, y a las de servicios y comercio el 0.

Dado que la variable dependiente toma tres valores, se ha desarrollado una regresión logística multinomial. Esta técnica ha sido aplicada en estudios similares por Bruton *et al.* (2003), Collet *et al.* (2014) y Tangpong *et al.* (2015). El análisis estadístico ha sido realizado por el programa SPSS v.22. Las variables empleadas se resumen en la tabla 1. Entre paréntesis se muestra el porcentaje de empresas incluidas en cada caso. Por ejemplo, respecto a la variable dependiente el 49,6% fueron liquidadas (297), el 28% (168) alcanzaron una supervivencia marginal y el restante 22,4% (134) tuvieron éxito en el procedimiento concursal.

Tabla 1. Variables empleadas en el estudio

Nombre	Tipo	Valores (% en la muestra)
Resultado del proceso	Dependiente	1 = Liquidación (49,6 %) 2 = Supervivencia marginal (28 %) 3 = Éxito (22,4 %)
Apoyo de los <i>stakeholders</i>	Independiente	0 = No existe apoyo (61,4 %) 1 = Existe apoyo (38,6 %)
Intensidad/Reducción de costes	Independiente	0 = Débil (< 5 %) (36,4 %) 1 = Moderada (5-25 %) (8,2 %) 2 = Profunda (> 25 %) (55,4 %)
Intensidad/Reducción de empleados	Independiente	0 = Débil (< 5 %) (35,7 %) 1 = Moderada (5-25 %) (23,2 %) 2 = Profunda (> 25 %) (41,1 %)
Intensidad/Reducción de activos	Independiente	0 = Débil (< 5 %) (33,6 %) 1 = Moderada (5-25 %) (35,7 %) 2 = Profunda (> 25 %) (30,7 %)
Gravedad de la crisis	Independiente	0 = Gravedad baja (19,2 %) 1 = Gravedad alta (80,8 %)
Tamaño	Control	1 = Microempresa (60,3 %) 2 = Pequeña empresa (31,2 %) 3 = Mediana y gran empresa (8,5 %)
Sector	Control	0 = Servicios y comercio (52,3 %) 1 = Manufacturero (47,7 %)

Fuente: elaboración propia.

4. RESULTADOS

4.1. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Las medias de las variables para cada uno de los grupos definidos en el estudio se comparan en la tabla 2. Así, se puede comprobar que las empresas que tienen una supervivencia marginal o éxito son superiores en *tamaño* a las que se acaban liquidando. Existe una diferencia estadísticamente significativa de los resultados de supervivencia (marginal o éxito) con la liquidación, pero no entre ellos. En cuanto al *sector*, las empresas que se liquidan tienen una mayor inclinación hacia servicios y comercio (0,37), mientras que tanto las que sobreviven marginalmente como las que

tienen éxito están concentradas en nivel similar en empresas manufactureras (0,58 y 0,59, respectivamente). Aunque la diferencia con las empresas que liquidan es significativa en ambos casos, no lo es entre las empresas con supervivencia marginal y las exitosas. Paradójicamente, las empresas que sufren con mayor frecuencia una situación de *gravedad* son las que sobreviven marginalmente (0,88), seguidas de las exitosas (0,83), aunque la diferencia entre ambas no es significativa. Las empresas que se liquidan sufren crisis de menor gravedad (0,76), significativamente inferior a las marginales, lo cual resulta sorprendente. En este sentido, tal y como apuntan Filatotchev y Toms (2006), parece existir un umbral de deterioro a partir del cual se desencadenan los eventos que permiten la toma de medidas necesarias para un reflatamiento. Las empresas que se acaban liquidando sufren una especie de inacción que, a pesar de que su situación no es tan grave, les impide reaccionar adecuadamente y a tiempo para revertir su situación. El apoyo de los *stakeholders* sí es estadísticamente distinto entre los tres grupos. Las empresas que liquidan tienen el menor apoyo (0,11). En un punto intermedio se sitúan las que tienen una supervivencia marginal (0,51), mientras que las empresas que tienen éxito gozan de un importante apoyo de los *stakeholders* (0,84).

Tabla 2. Comparación de medias de las variables según el resultado

	Liquidan	Marginal	Éxito	Liquidan vs. Marginal	Liquidan vs. Éxito	Marginal vs. Éxito
Tamaño	1,28	1,74	1,61	***	***	
Sector	0,37	0,58	0,59	***	***	
<i>Stakeholders</i>	0,11	0,51	0,84	***	***	***
Gravedad	0,76	0,88	0,83	***		
Costes	1,01	1,23	1,55	**	***	***
Empleados	1,12	1,07	0,90	***	**	*
Activos	1,14	0,93	0,65		***	***

Fuente: elaboración propia.

En cuanto a las medidas adoptadas, en la tabla 2 también se observa que los distintos grupos también presentan diferencias significativas. Las empresas exitosas son las que *reducen costes* de explotación de forma más intensa (1,55), significativamente superior a las empresas que sobreviven marginalmente (1,23) y las que liquidan (1,01) (por ejemplo, alquileres, suministros, servicios exteriores, etc.). En cuanto a *empleados* y *activos*, se observa el comportamiento contrario. Las empresas que más recortan en empleados y activos son las que se liquidan (1,12 y 1,14, respectivamente), seguidas por las que sobreviven marginalmente (1,07 y 0,93, respectivamente). Por un lado, es posible que las empresas tuvieran excesos importantes de plantilla, y se ven abocadas a

reducirla de forma sustancial. También puede ocurrir que tuvieran activos que garantizaban deudas, cuyos acreedores han ejecutado separadamente en el seno del procedimiento, o se han visto forzadas a venderlos presionadas por dichos acreedores. Por el contrario, las empresas exitosas son las que menos empleados y activos reducen, en ambos casos significativamente menos que las empresas con supervivencia marginal y las que liquidan.

En la tabla 3 se muestran los estadísticos descriptivos, incluyendo medias, desviaciones típicas y correlaciones de Pearson de todas las variables del análisis. En general, no hay presencia de correlaciones o problemas de multicolinealidad, dado que los estadísticos de Pearson significativos son escasos e inferiores a 0,5 (Hair *et al.*, 2006). De hecho, la mayoría de las correlaciones se producen con la variable dependiente, como era de esperar.

Tabla 3. Estadísticos descriptivos y correlaciones

		Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7
1	Resultado	1,73	0,80							
2	Tamaño	1,48	0,65	0,25 ***						
3	Sector	0,48	0,50	0,19 ***	0,30***					
4	Gravedad	0,81	0,39	0,09 **	0,12***	0,05				
5	Apoyo	0,39	0,47	0,61***	0,25***	0,18***	0,15***			
6	Costes	1,19	0,94	0,23***	0,05	0,04	0,20***	0,13***		
7	Empleados	1,05	0,88	-0,10**	0,07	0,01	0,14***	-0,08	0,13***	
8	Activos	0,97	0,80	-0,24***	-0,03	-0,05	0,05	-0,30***	-0,03	0,20***

Fuente: elaboración propia.

4.2. ANÁLISIS EMPÍRICO

En línea con el modelo propuesto, se han efectuado tres regresiones multinomiales que comparan los resultados que se han establecido para el procedimiento: liquidación, supervivencia marginal o éxito. En las tablas 4, 5 y 6 se muestran los resultados obtenidos. Para exponer los resultados, se han calculado cinco modelos para cada regresión. El modelo 1 incluye únicamente las variables de control y la constante; el modelo 2 incorpora el efecto del apoyo de los *stakeholders*; el modelo 3, el impacto de las acciones defensivas, y el modelo 4, la gravedad de la crisis. El modelo 5 recoge el efecto de todas las variables de control e independientes sobre la variable dependiente. El chi-cuadrado de todos los modelos muestra una alta significatividad de los mismos.

La tabla 4 muestra los resultados de la regresión logística multinomial comparando los resultados de liquidación y supervivencia marginal. Para cada variable se han calculado su coeficiente y error estándar (entre paréntesis), así como su grado de significatividad. Un signo positivo en el coeficiente indica que el mismo contribuye a aumentar la probabilidad de que se produzca una supervivencia marginal respecto a la liquidación (variable de referencia). En este caso, se observa que las microempresas ($-2,32$; $p < 0,01$) y empresas pequeñas ($-1,30$; $p < 0,01$) ven reducida su probabilidad de supervivencia marginal. Por el contrario, pertenecer a un sector manufacturero incrementa la probabilidad de supervivencia respecto a la liquidación ($0,49$; $p < 0,05$). Al introducir el efecto de los *stakeholders* (modelo 2), tanto la significatividad (chi-cuadrado $74,32$ vs. $278,60$; $p < 0,01$) como el grado de acierto ($54,80\%$ vs. $63,90\%$) del modelo mejoran sustancialmente. La regresión muestra que disponer del apoyo de los *stakeholders* incrementa significativamente ($1,92$; $p < 0,01$) la probabilidad de supervivencia. Por su parte, el modelo 3 evalúa el efecto de las acciones defensivas adoptadas. Se puede comprobar que la reducción profunda de costes incrementó la probabilidad de sobrevivir ($0,47$; $p < 0,05$), mientras que hacerlo de forma moderada no tuvo un impacto significativo. Si bien la reducción de empleados tiene el signo esperado (negativo), los coeficientes resultaron no ser significativos. La reducción profunda de activos tuvo el impacto negativo esperado ($-0,58$; $p < 0,05$) en la supervivencia de las empresas insolventes. La reducción moderada resultó no ser significativa. La gravedad de la crisis (modelo 4) incrementó las probabilidades de supervivencia marginal en el concurso ($0,61$; $p < 0,05$). Evaluadas en conjunto (modelo 5), las variables que resultaron significativas fueron disponer del apoyo de los *stakeholders* ($1,95$; $p < 0,01$), la reducción profunda de costes ($0,48$; $p < 0,10$) y, paradójicamente, la reducción moderada de activos ($0,61$; $p < 0,05$). La gravedad de la crisis perdió la significatividad al estudiar conjuntamente todas las variables. El último modelo mejora el grado de significatividad (chi-cuadrado $328,43$; $p < 0,01$) y acierto ($66,90\%$) de los anteriores.

Tabla 4. Regresión logística multinomial: supervivencia marginal vs. liquidación

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Apoyo de <i>stakeholders</i> (No)	Sí		1,92*** (0,25)			1,95*** (0,27)
Reducción de costes (Débil)	Profunda			0,47** (0,23)		0,48* (0,25)
	Moderada			0,03 (0,41)		0,08 (0,44)
Reducción de empleados (Débil)	Profunda			-0,28 (0,25)		-0,34 (0,27)
	Moderada			-0,17 (0,28)		0,24 (0,30)
						.../...

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
.../...						
Reducción de activos (Débil)	Profunda			-0,58** (0,27)		-0,20 (0,30)
	Moderada			0,25 (0,26)		0,61** (0,28)
Gravedad (Baja)	Alta				0,61** (0,28)	0,17 (0,31)
Tamaño (Media y grande)	Micro	-2,32*** (0,45)	-2,03*** (0,48)	-2,30*** (0,46)	-2,253*** (0,45)	-1,96*** (0,49)
	Pequeña	-1,30*** (0,46)	-1,15** (0,49)	-1,32*** (0,47)	-1,27*** (0,46)	-1,12** (0,50)
Sector (Servicios y comercio)	Manufacturero	0,49** (0,21)	0,40* (0,23)	0,46** (0,22)	0,48** (0,21)	0,37 (0,23)
	Constante	1,50*** (0,43)	2,62*** (0,49)	1,41*** (0,50)	1,56*** (0,43)	2,05*** (0,61)
	Observaciones	599 (465)	599 (465)	599 (465)	599 (465)	599 (465)
	Log-likelihood ratio	54,57	92,28	467,69	88,17	600,16
	R ² (Cox and Snell)	0,12	0,37	0,23	0,12	0,42
	R ² (Nagelkerke)	0,13	0,43	0,27	0,14	0,48
	R ² (McFadden)	0,06	0,22	0,13	0,06	0,26
	Chi-cuadrado	74,32***	278,60***	157,96***	79,46***	328,43***
	Acierto	54,80 %	63,90 %	59,60 %	54,60 %	66,90 %
(1) Nota: * p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.						

En la tabla 5 se muestran los resultados de la regresión logística multinomial que compara el resultado exitoso con la liquidación. Al igual que sucede con la supervivencia marginal, ser una micro o pequeña empresa influye negativamente en las probabilidades de tener éxito en el concurso de acreedores y, además, pertenecer al sector manufacturero las incrementa de forma significativa (modelo 1). El apoyo de los *stakeholders* incrementa significativamente las probabilidades de tener éxito en el procedimiento (3,59; p < 0,01). Por su parte, la intensidad de las acciones defensivas tiene una importancia capital en este caso. Reducir costes de forma profunda (1,49; p < 0,01) o modera-

da (0,92; $p < 0,05$) aumenta significativamente las probabilidades de éxito. Por el contrario, reducir los empleados (-0,71; $p < 0,01$) y los activos (-1,67; $p < 0,01$) de forma intensa inclina la balanza hacia la liquidación. Las medidas moderadas de recorte de plantilla o activos, si bien presentan el signo esperado (negativo), no tienen efectos significativos en los resultados. La gravedad de la crisis, por su parte, no tiene un impacto significativo en la probabilidad de éxito del concurso. Estudiadas conjuntamente, las variables mantienen la significatividad y signo obtenidos de forma individual.

Tabla 5. Regresión logística multinomial: éxito vs. liquidación

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Apoyo de <i>stakeholders</i> (No)	Sí		3,59*** (0,30)			3,58*** (0,33)
Reducción de costes (Débil)	Profunda			1,49*** (0,28)		1,62*** (0,33)
	Moderada			0,92** (0,44)		0,97* (0,53)
Reducción de empleados (Débil)	Profunda			-0,71*** (0,27)		-0,72** (0,32)
	Moderada			-0,33 (0,31)		-0,10 (0,36)
Reducción de activos (Débil)	Profunda			-1,67*** (0,33)		-0,73* (0,40)
	Moderada			-0,31 (0,26)		0,34 (0,33)
Gravedad (Baja)	Alta				0,29 (0,27)	0,52 (0,38)
Tamaño (Media y grande)	Micro	-1,83*** (0,48)	-1,28** (0,55)	-2,01*** (0,50)	-1,89*** (0,48)	-1,40** (0,57)
	Pequeña	-1,20** (0,49)	-0,95* (0,56)	-1,39*** (0,51)	-1,18** (0,49)	-1,12* (0,58)
Sector (Servicios y comercio)	Manufacturero	0,66*** (0,22)	0,49* (0,28)	0,61** (0,24)	0,66*** (0,22)	0,41 (0,29)
	Constante	1,08** (0,46)	2,53*** (0,54)	1,12** (0,55)	1,10** (0,46)	2,31*** (0,69)
						.../...

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
.../...	Observaciones	599 (431)	599 (431)	599 (431)	599 (431)	599 (431)
	Log-likelihood ratio	54,57	92,28	467,69	88,17	600,16
	R ² (Cox and Snell)	0,12	0,37	0,23	0,12	0,42
	R ² (Nagelkerke)	0,13	0,43	0,27	0,14	0,48
	R ² (McFadden)	0,06	0,22	0,13	0,06	0,26
	Chi-cuadrado	74,32***	278,60***	157,96***	79,46***	328,43***
	Acierto	54,80 %	63,90 %	59,60 %	54,60 %	66,90 %

Nota: * p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.

Finalmente, se muestran en la tabla 6 los resultados de la regresión para la comparación del éxito frente a la supervivencia marginal. En este caso, las variables de control resultan ser no significativas en ninguno de los modelos, a excepción del modelo 3, en el que ser una microempresa tiene un efecto significativamente negativo en el éxito del procedimiento. El apoyo de los *stakeholders* (modelo 2) resulta incrementar las probabilidades de éxito (1,66; p < 0,01) frente a la supervivencia marginal. En cuanto a las acciones defensivas, la reducción profunda (1,02; p < 0,01) y moderada (0,89; p < 0,10) de costes aumenta significativamente las probabilidades de éxito, mientras que sucede lo contrario con las reducciones de activos, tanto las de gran intensidad (-1,09; p < 0,01) como las moderadas (-0,56; p < 0,05). La reducción de empleados, a pesar del signo negativo, no reduce significativamente las probabilidades de éxito. La gravedad de la crisis (modelo 4) tampoco tiene un impacto significativo. Al estudiar las variables en conjunto, se mantiene la significatividad del apoyo de los *stakeholders*, las medidas sobre los costes y la reducción profunda de activos. Además, la gravedad de la crisis pasa a ser significativa y positivamente relacionada con la probabilidad de éxito.

Tabla 6. Regresión logística multinomial: éxito vs. supervivencia marginal

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
Apoyo de <i>stakeholders</i> (No)	Sí		1,66*** (0,29)			1,63*** (0,31)
Reducción de costes (Débil)	Profunda			1,02*** (0,29)		1,14*** (0,31)
						.../...

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
.../...	Moderada			0,89* (0,49)		0,89* (0,51)
Reducción de empleados (Débil)	Profunda			-0,43 (0,29)		-0,38 (0,30)
	Moderada			-0,51 (0,31)		-0,34 (0,33)
Reducción de activos (Débil)	Profunda			-1,09*** (0,36)		-0,72* (0,39)
	Moderada			-0,56** (0,27)		0,26 (0,29)
Gravedad (Baja)	Alta				0,32 (0,33)	0,70* (0,38)
Tamaño (Media y grande)	Micro	0,49 (0,36)	-0,75* (0,38)	-0,28 (0,38)	-0,47 (0,36)	-0,56 (0,40)
	Pequeña	0,10 (0,36)	-0,20 (0,38)	0,07 (0,38)	-0,09 (0,36)	-0,01 (0,39)
Sector (Servicios y comercio)	Manufacturero	0,18 (0,25)	0,09 (0,26)	0,16 (0,25)	0,18 (0,25)	0,04 (0,27)
	Constante	0,42 (0,32)	0,10 (0,33)	0,79* (0,45)	0,45 (0,32)	0,27 (0,54)
	Observaciones	599 (302)	599 (302)	599 (302)	599 (302)	599 (302)
	Log-likelihood ratio	54,57	92,28	467,69	88,17	600,16
	R ² (Cox and Snell)	0,12	0,37	0,23	0,12	0,42
	R ² (Nagelkerke)	0,13	0,43	0,27	0,14	0,48
	R ² (McFadden)	0,06	0,22	0,13	0,06	0,26
	Chi-cuadrado	74,32***	278,60***	157,96***	79,46***	328,43***
	Acierto	54,80 %	63,90 %	59,60 %	54,60 %	66,90 %

Nota: * p < 0,10; ** p < 0,05; *** p < 0,01.

Por todo lo anterior, se puede afirmar que las hipótesis planteadas reciben un mayor apoyo cuando se comparan los resultados vinculados a la supervivencia (marginal o éxito) con la liquidación que cuando se comparan entre ellos. De hecho, las tablas 4 y 5 dan sustento a la hipótesis 1 (apoyo de los *stakeholders*) y a la hipótesis 2 (intensidad de las acciones), si bien la reducción de empleados resultó ser no significativa cuando se comparaba la supervivencia marginal con la liquidación. La hipótesis 3 (gravedad de la crisis) recibe apoyo únicamente distinguiendo estos dos últimos casos, careciendo de relevancia en situaciones de éxito. Las variables de control resultan ser significativas y con los signos esperados al comparar la supervivencia marginal y exitosa con la liquidación, pero no entre ellas.

De hecho, cuando se comparan los dos posibles resultados de supervivencia en el concurso de acreedores, las variables que resultan ser significativas son únicamente las vinculadas con los *stakeholders* (hipótesis 1), la reducción de costes (hipótesis 2a) y la reducción de activos (hipótesis 2c), siendo la gravedad de la crisis relevante cuando se evalúa de forma conjunta con el resto de variables. Ello lleva a la conclusión de que, para la supervivencia en un concurso de acreedores (sea en el grado que sea), el tamaño, el sector, el apoyo de los *stakeholders*, las medidas adoptadas y la gravedad de la crisis tienen una influencia significativa. No obstante, lo que distingue a las empresas exitosas de las que meramente superan el procedimiento sin mejorar su rentabilidad es un mayor apoyo de los *stakeholders*, así como las reducciones intensas de costes y la conservación de los activos. Este último aspecto supone un interesante punto de apoyo para el estudio del efecto de las estrategias de recuperación y su eficacia.

Al parecer, la intensidad de las medidas adoptadas, especialmente en el área de costes, produce un incremento del apoyo de los *stakeholders*, quienes ven mejoradas sus expectativas sobre la empresa cuando esta actúa de forma decidida para revertir su situación. Este apoyo resulta ser clave tanto para la supervivencia como para el éxito de las empresas en concurso. Por otro lado, parece existir un efecto reacción en las empresas que sobreviven marginalmente, pues se encuentran en una situación de mayor gravedad financiera que las que acaban liquidando, lo cual puede motivarlas a adoptar las medidas que finalmente les ayuden a salir del concurso. En ese sentido, resulta llamativo que una reducción moderada de activos, siempre que se combine con el apoyo de *stakeholders* y reducciones de costes, tiene un efecto positivo en la supervivencia de la empresa e incrementa sus probabilidades frente a la liquidación.

5. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo era arrojar luz sobre las razones de la tasa tan baja de reflotamiento empresarial que registra el sistema concursal español, así como orientar a los legisladores, académicos y directivos para afrontar más eficazmente en el futuro el fenómeno de la supervivencia empresarial. Para tal fin hemos analizado el proceso seguido y su resultado (fracaso, supervivencia marginal y éxito) en una muestra de 599 empresas que estuvieron inmersas en un concurso de acreedores durante el periodo de la crisis financiera de 2012-2015. Dadas las particularidades de cada sistema concursal, nuestra muestra se circunscribe solo a empresas españolas. Es notable que, frente a otra literatura económico-empresarial, nosotros nos hemos focalizado en empresas

insolventes y en el estudio de las estrategias defensivas implementadas por estas, controlando el efecto que tenían dichas respuestas en función de la gravedad de la situación. Además, nuestro trabajo incluye algo poco habitual en los estudios de reflotamiento empresarial como es el análisis de la influencia que el apoyo de los *stakeholders* tiene en el resultado del proceso.

Las características de la muestra, el análisis longitudinal realizado y el enfoque teórico llevado a cabo nos han permitido obtener un conjunto de valiosas lecciones que, a diferentes niveles de acción, pueden ser tenidas en cuenta para afrontar con mayor éxito el fenómeno de la supervivencia empresarial en España. Efectivamente, dados los dolorosos efectos que tiene el cierre de una empresa, los altos costes en los que hay que incurrir para abrir una nueva y las recientes políticas tendentes hacia la canalización de más recursos en iniciativas basadas en una «segunda oportunidad», nuestro trabajo descansa en el principio organizativo de que hay que reducir la rotación de empresas. En esa línea, nuestras recomendaciones apuestan por la continuidad de las empresas existentes y tienen el valor añadido de proceder de empresas con una exclusiva ventaja competitiva: la *resiliencia*. Tal y como se evidencia en el análisis llevado a cabo, esa capacidad de resiliencia viene adquirida por el hecho de haber superado situaciones de grave dificultad.

Específicamente, los resultados muestran que, con independencia de la situación y medidas implementadas, el *apoyo de los stakeholders* es la variable que mejor explica la supervivencia y éxito de las empresas en concurso. Tal es la influencia de dicha variable que, incluso en situaciones de severa crisis y reducciones moderadas de activos, dicho apoyo es suficiente para la supervivencia de la empresa. Otra cuestión es si dicha supervivencia es marginal o exitosa.

Respecto a las respuestas implementadas, se evidencia que la *moderación* en la aplicación de las respuestas estratégicas defensivas es un factor clave para abordar las situaciones de crisis y declive. Dicha moderación estratégica descansa en dos pilares: una eficaz disminución y control de costes (de explotación) y una reducción de activos proporcional a la severidad de la situación. Ese último aspecto es relevante a la hora de guiar las primeras acciones a poner en marcha en el proceso. Por ello, la moderación en el *recorte de plantillas* emerge como una recomendación clave, ya que se evidencia que las empresas exitosas son las que han mantenido una política de conservación de los empleados. Relativo a otros factores más estructurales, el mayor *tamaño*, así como pertenecer al *sector manufacturero*, incrementan notablemente las probabilidades de supervivencia, si bien no sirven para distinguir a las empresas que sobreviven sin mejorar la rentabilidad de las que son exitosas.

Respecto a la gravedad de la crisis, el resultado es matizable cuando analizamos el resultado del proceso teniendo en cuenta la *interdependencia* que existe entre las estrategias defensivas implementadas y el apoyo de los *stakeholders*. Específicamente, se evidencia que la gravedad deja de tener importancia ante un adecuado ajuste respuestas-apoyo.

De todo ello se deduce que las empresas exitosas han sido las que han *obtenido el apoyo de sus stakeholders, han implementado las correctas medidas de reducción de costes y han conservado en la medida de lo posible sus activos*. Es decir, como recomendación más general, podemos afirmar que, con independencia de su tamaño, sector de actividad y gravedad de la crisis, las empresas tendrán un reflotamiento exitoso en función de sus acciones realmente implementadas y no por el efecto de los factores coyunturales o aquellos elementos no controlables por el empresario.

A nivel académico, nuestro trabajo contribuye a conectar los conceptos de insolvencia y supervivencia a través de la literatura de reflotamiento empresarial, mostrando que dicho marco teórico es adecuado para abordar esa problemática. De hecho, la respuesta a la pregunta de cuáles son las razones de las tasas tan bajas de eficacia concursal, podría abordarse desde ese marco en términos de tiempo, intensidad y apoyos. Concretamente, nosotros sugerimos que es fundamental actuar rápido en la implementación de las adecuadas estrategias de reducción de costes y activos, así como contar con un adecuado apoyo de *stakeholders* que permitan la recuperación de la actividad. *Sin un adecuado reconocimiento de la situación, voluntad de acción y rapidez de respuesta, es imposible reflotar una empresa concursada.*

A nivel legislativo, dotamos a los legisladores de nuevas pistas para otorgar a las empresas insolventes un marco de referencia que favorezca en mayor medida su supervivencia. Nuestro trabajo dibuja el perfil de empresas liquidadas, empresas con una recuperación marginal y empresas exitosas. ¿Qué diferencia a unas de las otras? Junto con la rapidez de la respuesta, control de costes y moderación en la reducción de activos, *el legislador debe perseguir la generación de una tesorería razonable, la conservación de la plantilla y sus activos más valiosos.* Frente a la creencia más popular, reducir en demasía el número de trabajadores como el volumen de activos resulta ser mucho más perjudicial que los inmediatos beneficios que ambas medidas pueden proporcionar.

A nivel directivo, nuestro estudio ofrece valiosas lecciones. Por una parte, la importancia en el reconocimiento de la crisis, ya que un diagnóstico erróneo de la misma retrasa la respuesta y sus posibilidades para iniciar el reflotamiento. Por otra, el relativo a la intensidad de las respuestas, debido al hecho de que *el éxito del proceso es dependiente del adecuado ajuste del trinomio intensidad-rapidez-stakeholders.* Solo tomando decisiones que tengan en consideración esa múltiple interdependencia se pueden alcanzar resultados exitosos. ¿Cómo conseguir ese apoyo de los *stakeholders*? Los directivos de las empresas concursadas deben centrarse en reducir de una manera muy clara los costes en los que incurre su actividad, con el fin de generar la tesorería necesaria que permita su viabilidad. También podría ser necesario un cambio o racionalización del equipo directivo. La reducción de esos gastos supone una clara señal a los *stakeholders* del compromiso de la empresa para satisfacer sus expectativas, sean de la naturaleza que sean. El cambio en el equipo directivo supone un ejercicio de clara apuesta por el cambio. Con ello, es probable que los *stakeholders* vean un mayor interés en la continuidad del negocio que en su liquidación.

A pesar de sus contribuciones, este trabajo no está exento de limitaciones que determinan, a su vez, el alcance de las mismas. En primer lugar, la muestra empleada está limitada a las empresas en concurso de acreedores del Registro Público Concursal español en el periodo 2012-2015. En segundo lugar, al estar focalizado en el proceso concursal, las estrategias evaluadas son únicamente de índole defensivo, pero su efectividad puede haber sido moderada por estrategias de recuperación que se hubieran adoptado en el mismo periodo (por ejemplo, internacionalización). En tercer lugar, el estudio no recoge las causas explícitas por las que las empresas están en concurso de acreedores y, si bien pueden encontrarse en factores externos a la misma, como el sector o la competencia, no se ha analizado el fundamento para implementar unas estrategias u otras. Finalmente, y con la intención de superar estas limitaciones, así como extender la literatura de reflotamiento

de empresas, las investigaciones futuras podrían estudiar otros factores de índole territorial, como la dotación de recursos en términos de números de juzgados, así como la localización.

Referencias bibliográficas

- Altman, E. y Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Arogyaswamy, K., Barker, V. L. III y Yasai-Ardekani, M. (1995). Firm turnarounds: an integrative two-stage model. *Journal of Management*, 32, 493-525.
- Barker, V. L. III y Mone, M. A. (1994). Retrenchment: cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal*, 15(5), 395-405.
- Boyne, G. A. y Meier, K. J. (2009). Environmental change, human resources and organizational turnaround. *Journal of Management Studies*, 46(5), 835-863.
- Bruton, G. D., Ahlstrom, D. y Wan, J. C. C. (2003). Turnaround in East Asian firms: evidence from ethnic overseas chinese communities. *Strategic Management Journal*, 24, 519-540.
- Castrogiovanni, G. J. y Bruton, G. D. (2000). Business turnaround processes following acquisitions: reconsidering the role of retrenchment. *Journal of Business Research*, 48, 25-34.
- Chowdhury, S. D. y Lang, J. R. (1996). Turnaround in small firms: an assessment of efficiency strategies. *Journal of Business Research*, 36, 169-178.
- Coad, A., Segarra, A. y Teruel, M. (2013). Like milk or wine: does firm performance improve with age? *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 173-189.
- Collet, N., Pandit, N. y Saarikko, J. (2014). Success and failure in turnaround attempts. An analysis of SMEs within the finnish restructuring of enterprises act. *Entrepreneurship & Regional Development*, 26(1-2), 123-141.
- D'Aveni, R. (1989). Dependability and organizational bankruptcy: an application of agency and prospect theory. *Management Science*, 35(9), 1.120-1.138.
- Datta, D. K., Guthrie, J. P., Basuil, D. y Pandey, A. (2010). Causes and effects of employee downsizing: a review and synthesis. *Journal of Management*, 36(1), 281-348.
- Filatotchev, I. y Toms, S. (2006). Corporate governance and financial constraints on strategic turnarounds. *Journal of Management Studies*, 43(3), 407-433.
- Franks, J. R. y Sussman, O. (2005). Financial distress and bank restructuring of small to medium size UK companies. *Review of Finance*, 9, 65-96.
- García-Posada, M. y Mora-Sanguinetti, J. (2012). Why do spanish firms rarely use the bankruptcy system? The role of mortgage institution, Documentos de Trabajo 1234, Madrid: Banco de España.
- García-Posada, M. y Vegas, R. (2016). Las reformas de la Ley Concursal durante la Gran Recesión, Documentos de Trabajo 1610, Madrid: Banco de España.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. y Tatham, R. L. (2006). *Multivariate data analysis*. (6.ª ed.). New Jersey: Pearson Prentice Hall.

- Hofer, C. W. (1980). Turnaround strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1), 19-31.
- Jas, P. y Skelcher, C. (2005). Performance decline and turnaround in public organizations: a theoretical and empirical analysis. *British Journal of Management*, 16, 195-210.
- Lim, D. S., Celly, N., Morse, E. A. y Rowe, W. G. (2013). Rethinking the effectiveness of asset and cost retrenchment: the contingency effects of a firm's rent creation mechanism. *Strategic Management Journal*, 34, 42-61.
- Morrow, J. L. Jr., Johnson, R. A. y Busenitz, L. W. (2004). The effects of cost and asset retrenchment on firm performance: the overlooked role of a firm's competitive environment. *Journal of Management*, 30(2), 189-208.
- Moulton, W. N. y Thomas, H. (1993). Bankruptcy as a deliberate strategy: theoretical considerations and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 14, 125-135.
- Ndofor, H. A., Vanevenhoven, J. y Barker, V. L. (2013). Software firm turnarounds in the 1990s: an analysis of reversing decline in a growing, dynamic industry. *Strategic Management Journal*, 34, 1.123-1.133.
- Pajunen, K. (2006). Stakeholder influences in organizational survival. *Journal of Management Studies*, 43(6), 1.261-1.288.
- Pandit, N. (2000). Some recommendations for improved research on corporate turnaround. *M@n@gement*, 3(2), 31-56.
- Pozuelo, J., Labatut, G. y Veres, E. (2013). Validez de la información financiera en los procesos de insolvencia. Un estudio de la pequeña empresa española. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 16, 29-40.
- Rico, M. y Puig, F. (2015). Why do spanish football clubs success in their insolvency proceedings? *Universia Business Review*, 48, 52-69.
- Robbins, D. K. y Pearce, J. A. II. (1992). Turnaround: retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal*, 13(4), 287-309.
- Santana, M., Valle, R. y Galán, J. L. (2017). Turnaround strategies for companies in crisis: watch out the causes of decline before firing people. *Business Research Quarterly*, 20, 206-211.
- Tangpong, C., Abebe, M. y Zonghui, L. (2015). A temporal approach to retrenchment and successful turnaround in declining firms. *Journal of Management Studies*, 52(5), 647-677.
- Trahms, C. A., Ndofor, H. A. y Sirmon, D. G. (2013). Organizational decline and turnaround: a review an agenda for future research. *Journal of Management*, 39(5), 1.277-1.307.
- Van Hemmen, E. (2009). Formalismo judicial, control e incentivos en el concurso de acreedores. *Revista de Estabilidad Financiera*, 16, 113-144.
- Weitzel, W. y Jonsson, E. (1989). Decline in organizations: a literature integration and extension. *Administrative Science Quarterly*, 34, 91-109.