

Reflotando empresas en un escenario de insolvencia generalizada

Manuel Rico Llopis

Doctor en Dirección de Empresas. Economista profesional.

Grupo Leopoldo Pons (España)

manuel.rico@uv.es | <https://orcid.org/0000-0002-0741-7330>

Francisco Puig Blanco (autor de contacto)

Catedrático de Organización de Empresas.

Universitat de València (España)

francisco.puig@uv.es | <https://orcid.org/0000-0002-0502-7363>

Extracto

En periodos de crisis económica es habitual que las empresas se acojan al concurso de acreedores para superar una situación de declive e insolvencia. En el presente trabajo se evalúa la efectividad de las acciones estratégicas de recuperación en el contexto de crisis empresarial de mayor gravedad, como es la situación del concurso de acreedores. A tal fin, se ha efectuado un análisis longitudinal sobre una muestra de 868 empresas españolas declaradas en concurso de acreedores en el periodo 2004-2017. Los resultados revelan que incrementar las ventas contribuye de forma positiva a superar el proceso concursal de forma exitosa, esto es, sobreviviendo y mejorando la rentabilidad, mientras que efectuar inversiones en activo no muestra efectos significativos en el incremento de probabilidad de supervivencia y éxito. Las empresas exitosas adicionalmente adoptaron acciones de recortes de costes y activos con las que pudieron obtener los recursos necesarios para impulsar su negocio incluso durante el concurso de acreedores. Estos hallazgos sugieren que las empresas en situación de concurso de acreedores deberían adoptar estrategias de recuperación focalizadas en sus ventas, para lo cual será necesario que previamente hayan adoptado acciones de reducción de activos improductivos y gastos superfluos, que proporcionen la base para la posterior recuperación.

Palabras clave: reflotamiento; insolvencia; concurso de acreedores.

Fecha de entrada: 25-11-2021 / Fecha de aceptación: 24-03-2022

Cómo citar: Rico Llopis, M. y Puig Blanco, F. (2022). Reflotando empresas en un escenario de insolvencia generalizada. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 475, 229-250.



Turning around firms within a context of widespread insolvency

Manuel Rico Llopis

Francisco Puig Blanco

Abstract

Firms usually file for bankruptcy during economic crises to recover from decline and insolvency. This study aims to assess the effectiveness of strategic recovery responses in the context of extreme severity decline, the Spanish bankruptcy procedure. For this purpose, we conducted a longitudinal analysis of a sample of 868 bankrupt Spanish firms from 2004-2017. The results reveal that sales increases contribute to successfully overcoming the bankruptcy procedure, i. e., both surviving and improving performance, while investing in assets showed no significant effects in improving the likelihood of surviving and increasing performance. Successful firms also adopted asset and cost retrenchment measures, which obtained the necessary resources to boost their business even during bankruptcy. These findings suggest that bankrupt firms should focus on recovery strategies based on sales increases, for which it will be necessary that proper retrenchment actions be adopted to provide a solid base for recovery.

Keywords: turnaround; insolvency; bankruptcy.

Citation: Rico Llopis, M. y Puig Blanco, F. (2022). Reflotando empresas en un escenario de insolvencia generalizada. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 475, 229-250.



Sumario

- 1. Introducción
 - 2. Marco teórico
 - 2.1. Las acciones estratégicas de recuperación
 - 2.2. El concurso de acreedores
 - 2.3. Hipótesis
 - 3. Metodología
 - 3.1. Muestra
 - 3.2. Variables
 - 3.2.1. Variable dependiente
 - 3.2.2. Variables independientes
 - 3.2.3. Variables de control
 - 4. Resultados y discusión
 - 5. Conclusiones, implicaciones y limitaciones
- Referencias bibliográficas

Nota: Este trabajo ha sido elaborado por los miembros de uno de los grupos de investigación seleccionados en la Convocatoria 2020 de Grupos de Investigación, promovida por la Fundación Maruri Hergar, en colaboración con la Editorial CEF.-, para la divulgación de artículos de carácter científico en el campo de la información financiera y no financiera, con especial énfasis en el ámbito global de la contabilidad y su utilidad práctica a la realidad empresarial.



1. Introducción

La Gran Recesión padecida en España desde el año 2008 hasta el 2013 trajo consigo una desaparición de empresas sin precedentes, al menos hasta la pandemia causada por la COVID-19 (2020), y puso de manifiesto la necesidad de analizar los motivos que provocaron dicha destrucción de tejido empresarial, que conllevó una pérdida de *know-how* y puestos de trabajo que no se recuperaron hasta muchos años después (Van Hemmen, 2018). En este contexto, los casos de insolvencia aumentaron sustancialmente, por lo que resulta fundamental analizar el contexto del concurso de acreedores, el proceso de declaración legal de insolvencia en España y las estrategias que emplearon las empresas insolventes con el fin de extraer lecciones que puedan aplicarse a aquellas que fracasaron en el proceso. Las estrategias adoptadas con el fin de revertir una situación de declive se denominan estrategias de refluotamiento (*turnaround*) (Robbins y Pearce, 1992).

Los trabajos previos en el ámbito del refluotamiento empresarial han tenido como punto de partida el modelo de dos fases de Robbins y Pearce (1992), que consiste, en términos coloquiales, en «dar un paso hacia atrás para dar dos hacia adelante». Este modelo distingue una primera fase del proceso de refluotamiento que consiste en la reducción de costes, despidos de personal y ventas de activos (*retrenchment*) con el fin de estabilizar financieramente la compañía en declive, y una segunda fase que se aborda una vez alcanzada la estabilidad, que consiste en abordar acciones estratégicas de recuperación de los niveles previos de rentabilidad (*recovery*). Los estudios previos sobre la efectividad de las acciones de *retrenchment* en el éxito del refluotamiento son relativamente incompletos y heterogéneos (Barker y Mone, 1994; Castrogiovanni y Bruton, 2000; Lim *et al.*, 2013; Morrow *et al.*, 2004; Ndofor *et al.*, 2013; Robbins y Pearce, 1992; Tangpong *et al.*, 2015). El primer trabajo efectuado respecto a la efectividad de las acciones de *retrenchment* en el marco de la insolvencia en España reveló que no se trataba de una medida generalizable, al menos con respecto a su contenido, pues el recorte de gastos de explotación se reveló como una me-

didada efectiva para incrementar la probabilidad de éxito del proceso de reflotamiento junto al apoyo de los *stakeholders*, mientras que las ventas de activos o despido de trabajadores no mostraron resultados favorables para la recuperación de la rentabilidad y la supervivencia en el proceso concursal (Rico y Puig, 2019). Por otro lado, las acciones estratégicas de recuperación revelan, en términos generales, un claro impacto positivo en las probabilidades de reflotamiento de la empresa. Sin embargo, este tipo de acciones, que normalmente implica la realización de inversiones o el compromiso de importantes recursos, pueden ser complejas de implementar para empresas que se encuentran en una situación financiera de extrema gravedad como es el concurso de acreedores (Arogyaswamy *et al.*, 1995; Barker y Duhaime, 1997; Bruton *et al.*, 2003; Ndofor *et al.*, 2013; Wenzel *et al.*, 2020).

Por este motivo, el objeto del trabajo es la evaluación de la efectividad de las acciones estratégicas de reflotamiento en empresas que se encuentran en concurso de acreedores. En particular, se han evaluado dos acciones estratégicas observables en empresas insolventes, como son el incremento de ventas y las inversiones en activo.

En este sentido, y en contraste con trabajos previos en el ámbito del reflotamiento empresarial, en el presente estudio se ha evaluado la efectividad de las acciones estratégicas de recuperación con respecto a la probabilidad de supervivencia y mejora de la rentabilidad de empresas que se encuentran en concurso de acreedores.

A tal fin, se ha superado la tradicional dicotomía éxito-fracaso de los estudios precedentes en reflotamiento, y se han identificado tres posibles resultados: liquidación, supervivencia marginal y éxito. Liquidación es el completo fracaso de la empresa en el proceso concursal y supone su desaparición. La supervivencia marginal es la situación en que una empresa alcanza un convenio, pero no es capaz de recuperar sus niveles de rentabilidad previos. Finalmente, el éxito se define como la supervivencia de la empresa en el concurso además de la recuperación y superación de su rentabilidad previa. Por ello, el análisis distingue, no solo empresas que sobreviven o que se liquidan, sino aquellas que mejoran su rentabilidad o no lo hacen, uniendo de este modo los ámbitos del concurso de acreedores y el reflotamiento empresarial.

Los resultados de la regresión logística multinomial (MLR), que se ha aplicado sobre una muestra de 868 empresas españolas en concurso de acreedores en el periodo 2004-2017, contribuyen en diversas formas. En primer lugar, la única medida estratégica de recuperación que se revela significativa es el incremento de ventas, mientras que las inversiones no contribuyen de forma significativa al aumento de probabilidad del éxito en el concurso. En segundo lugar, que las empresas exitosas, al margen de incrementar sus ventas, también reducen activos y costes de forma que contribuyen a construir una base para la posterior recuperación. Finalmente, las empresas que sobreviven marginalmente de las que se liquidan se discriminan esencialmente por factores estructurales tales como el tamaño, el endeudamiento o la gravedad del declive, y las empresas que liquidan llevan a cabo acciones de reducción de activos de un modo que penaliza su base de recursos para, al menos, poder

sobrevivir. Por tanto, la clave para el éxito en el concurso de acreedores es la adopción de medidas efectivas tanto de *retrenchment* como de recuperación.

Así, el trabajo se estructura del siguiente modo. En la siguiente sección se expone el marco teórico y las hipótesis que son objeto de contraste. En la sección tercera se describe la metodología empleada para evaluar la efectividad de las acciones estratégicas de recuperación en las empresas en concurso de acreedores. En la sección cuarta se muestran los resultados obtenidos así como su discusión. Finalmente, la sección quinta se ocupa de las conclusiones e implicaciones del trabajo.

2. Marco teórico

2.1. Las acciones estratégicas de recuperación

Las acciones estratégicas de recuperación son aquellas que se adoptan una vez estabilizada la situación financiera de la empresa durante el declive, lo cual se consigue con la adopción de estrategias de *retrenchment* (Robbins y Pearce, 1992). Estos autores definen la fase de recuperación como aquella que sigue a la estabilización del declive, y distinguen acciones de recuperación meramente operativas, es decir, de mantenimiento de la eficiencia, para el caso de que el origen de la crisis sea interno; o bien acciones estratégicas, para el caso de que la crisis se haya originado esencialmente por factores externos. Tal y como muestran Schmitt y Raisch (2013) las acciones de recuperación únicamente pueden ser adoptadas tras la adopción de estrategias de *retrenchment*, y no simultáneamente, en el contexto de empresas que padecen graves problemas financieros. El motivo es que la adopción simultánea de acciones de *retrenchment* y recuperación requiere de una gran cantidad de esfuerzo y recursos que las empresas con graves problemas financieros probablemente no dispongan, y estas deban centrarse en implementar, primero, acciones de *retrenchment* y, una vez concluidas, acciones de recuperación (Castrogiovanni y Bruton, 2000; Robbins y Pearce, 1992).

Sin embargo, los primeros autores del ámbito del reflotamiento hallaron que las acciones de recuperación eran esenciales en cualquier proceso de reflotamiento, y en particular en aquellos casos en que las causas del declive tuvieran origen en un posicionamiento estratégico deficiente (Arogyaswamy *et al.*, 1995; Barker y Mone, 1994; Barker y Duhaime, 1997; Bibeault, 1982; Schendel y Patton, 1976). Por ello, en muchos casos el fracaso del proceso de reflotamiento se explica por la falta de adopción de acciones estratégicas, que se han revelado como necesarias para completar un reflotamiento exitoso. Los autores más recientes también han revelado que las acciones de recuperación deben estar presentes en cualquier proceso de reflotamiento (Boyne y Meier, 2009; Ndofor *et al.*, 2013) dado el impacto positivo que estas tuvieron en el resultado final. Por ello, a pesar de las restricciones financieras que impone el concurso de acreedores, es de interés evaluar si aquellas empresas que fueron exitosas en el proceso (tanto en términos de supervivencia como de



recuperación de la rentabilidad) adoptaron estrategias de recuperación y en qué medida contribuyeron a dicho éxito.

2.2. El concurso de acreedores

El presente estudio se centra en las empresas declaradas en concurso de acreedores en España en el periodo 2004-2017. Durante la Gran Recesión, las cifras de declaraciones de concurso se dispararon en España, alcanzando su punto más alto en 2013, al mismo tiempo que el producto interior bruto se hundía durante una segunda recesión (Van Hemmen, 2018). En este trabajo, a diferencia de algunos previos en el contexto del reflotamiento empresarial, se efectúa la distinción entre el concurso de acreedores (procedimiento formal de insolvencia), de la insolvencia propiamente dicha (situación financiera de imposibilidad de atender las deudas) o del denominado *distress* (situación de dificultades financieras). Este estudio se ha focalizado en los concursos de acreedores, pues se trata de una situación inequívoca de insolvencia, a diferencia de la insolvencia o el *distress*, para los cuales únicamente se pueden efectuar aproximaciones con base en ratios financieros (Gilson, 2010). En España, el concurso de acreedores permite dos soluciones: (1) la supervivencia, por medio de la aprobación de un acuerdo de pago (convenio) con los acreedores y (2) la liquidación y disolución de la empresa. El concurso de acreedores es el medio legal diseñado para la superación de la insolvencia y el pago de las deudas a los acreedores (García-Posada y Mora-Sanguinetti, 2012).

El procedimiento concursal español presenta diversas particularidades que motivan que el trabajo se haya focalizado en este contexto concreto. En particular, el procedimiento concursal español presenta dos grandes características distintivas. La primera, las empresas hacen un uso muy bajo del concurso de acreedores, a diferencia de los países de nuestro entorno, en los que las tasas de «concuralidad» son más elevadas (García-Posada y Mora-Sanguinetti, 2012). La segunda, la efectividad del procedimiento concursal español es extremadamente baja también en comparación con países de nuestro entorno. En España únicamente sobrevive al concurso un 6 % de las empresas (Van Hemmen, 2018), mientras que el Chapter 11 de Estados Unidos, una de las grandes referencias a nivel internacional, presenta tasas de éxito del 24 % (Altman y Hotchkiss, 2006). Una de las contribuciones esperadas del trabajo es la extensión de los hallazgos derivados de los análisis efectuados a las empresas declaradas en concurso de acreedores a fin de mejorar la eficiencia del proceso.

2.3. Hipótesis

Dadas las limitaciones y restricciones presentes en una empresa en concurso de acreedores, se han evaluado únicamente dos acciones estratégicas: incremento de ventas e inversiones en activos (Arogyaswamy *et al.*, 1995; Barker y Duhaime, 1997, Ndofor *et al.*, 2013).

En la literatura se han encontrado otras estrategias de recuperación como introducción de nuevos productos, la adopción de alianzas estratégicas (Ndofor *et al.*, 2013), conseguir nuevos *stakeholders* (Boyne y Meier, 2009) o la renovación interna (Stopford y Badden-Fuller, 1990; Wenzel *et al.*, 2020). Sin embargo, en este trabajo se ha optado por estudiar únicamente las dos estrategias señaladas por las siguientes razones. En primer lugar, los trabajos en el ámbito de reflotamiento que han evaluado las estrategias de recuperación han empleado muestras de empresas de gran tamaño, las cuales pueden implementar acciones de mayor complejidad y además informan sobre ellas de forma periódica. Este no es el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes), que componen la mayoría de las empresas incluidas en la muestra, que no tienen los recursos y capacidades suficientes para implementar ese tipo de acciones. En segundo lugar, dada la escasez de recursos con los que cuentan tanto las pymes como las empresas en concurso de acreedores, será difícil, cuando no imposible, observar la adopción de estrategias de reposicionamiento estratégico. En cambio, el incremento de ventas se puede adoptar con el personal existente en la empresa y con una reconfiguración de la estrategia de marketing de la empresa (Schoenberg *et al.*, 2013). Asimismo, la realización de inversiones durante el concurso de acreedores únicamente se puede efectuar en el caso de que la empresa consiga financiación externa y un fuerte apoyo de los *stakeholders*, quienes asumen que una parte de los recursos se va a destinar a la adquisición de activos y no para el pago de sus deudas (López-Gutiérrez *et al.*, 2015). Por ello, se han evaluado dos estrategias que pueden ser adoptadas y observadas en el contexto de pymes en concurso de acreedores.

La primera de ellas, el incremento de ventas, es aparentemente el medio más natural y directo para superar un concurso de acreedores, pues un mayor volumen de ingresos supone una mayor garantía de pago para los acreedores, que confiarán en mayor medida en la viabilidad de la empresa (Hofer, 1980). Sin embargo, un concurso de acreedores puede no ser el mejor contexto en el que adoptar estrategias de incremento de ventas. Durante el concurso, los administradores de la empresa pueden centrar sus esfuerzos en otros asuntos más urgentes y graves tales como la conservación de los *stakeholders* clave del negocio, retener al personal más valioso, obtener nueva financiación o mantener el negocio en funcionamiento (Schweizer y Nienhaus, 2017; Trahms *et al.*, 2013). De manera similar, Bruton *et al.* (2003) hallaron que las empresas en declive que intentaron incrementar sus ventas por medio de la ampliación de su actividad durante el proceso de reflotamiento tuvieron un resultado negativo, sugiriendo, de modo contrario, que hacer más pequeño el negocio y enfocarse en un nicho de mercado de menor tamaño era el mejor modo de superar la crisis.

No obstante, y considerando relevantes los argumentos anteriores, la gran mayoría de académicos del ámbito del reflotamiento han hallado una relación positiva entre el incremento de las ventas, pero dicha estrategia debía adoptarse de un modo en particular. Una caída de las ventas se produce habitualmente por la salida de mercados que han dejado de ser rentables para la empresa, o bien por caídas pronunciadas de la demanda durante la fase de *retrenchment* (Robbins y Pearce, 1992). Sin embargo, las empresas en concurso de acreedores operan en un punto muy cercano al más profundo de su proceso de declive

(Hotchkiss, 1995), de modo que, una vez se ha conseguido estabilizar, y si el portfolio de productos es todavía competitivo y la demanda es adecuada, aumentar las ventas ha demostrado tener un impacto positivo en el proceso de reflotamiento (Hambrick y Shecter, 1983; Hofer, 1980). Además, las empresas en concurso de acreedores disponen de medios para incrementar las ventas que prácticamente no tienen coste, como son destinar recursos de otras áreas al marketing, o bien reducir los precios para aumentar la demanda. De este modo, la hipótesis propuesta es la siguiente:

Hipótesis 1: *Ceteris paribus, el (no) incremento de ventas aumenta (disminuye) la probabilidad de reflotamiento en las empresas en concurso de acreedores.*

En cuanto a la segunda estrategia, efectuar inversiones en activos, es un asunto escasamente estudiado en el contexto del reflotamiento empresarial. Durante la fase de *retrenchment* realizar inversiones es una acción antitética con el espíritu de la fase, consistente en eliminar costes y activos superfluos y que no generan rentabilidad positiva para la compañía (Robbins y Pearce, 1992). Durante la fase de *retrenchment*, las empresas se concentran en generar tesorería con la venta de activos y reducciones de costes, y únicamente tras haber efectuado dichas acciones es cuando resulta posible la realización de inversiones en nuevos activos (Hambrick y Schecter, 1983).

Los trabajos previos muestran que, en general, efectuar inversiones en la fase de recuperación puede añadir valor a la empresa (Robbins y Pearce, 1992; Schendel y Patton., 1976). Además, los periodos de recesión económica presentan oportunidades de inversión interesantes, dado que el precio de los activos disminuye. Sudarsanam y Lai (2001) hallaron que los reflotamientos exitosos presentaban más frecuentemente estrategias de crecimiento patrimonial que aquellas relacionadas con recortes constantes de activos y costes. No obstante, al igual que sucede con el incremento de ventas, la realización de inversiones durante el concurso de acreedores puede ser una medida de difícil adopción, pero podría tener éxito si se efectúa de un modo determinado.

Las actividades inversoras implican un apoyo sustancial de agentes externos, tanto de los acreedores que renuncian a una parte de sus recursos presentes para obtenerlos en el futuro, como de aquellos que prestan apoyo directo para abordar dichas inversiones (Filatotchev y Toms, 2006). Por tanto, en el contexto del concurso de acreedores, si se observa que una empresa efectúa inversiones, implica que ha obtenido suficiente apoyo externo para abordarla, de modo que es una muestra de la credibilidad que el proyecto empresarial genera en los acreedores y, más ampliamente, en los *stakeholders*. Así, el efecto que se espera que tengan las inversiones en el resultado del proceso concursal es generalmente positivo. De esta forma, la segunda hipótesis se plantea del siguiente modo:

Hipótesis 2: *Ceteris paribus, la (no) realización de inversiones aumenta (disminuye) la probabilidad de reflotamiento en las empresas en concurso de acreedores.*

3. Metodología

3.1. Muestra

El proceso concursal español comenzó su andadura en septiembre de 2004, cuando entró en vigor la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (García-Posada y Vegas, 2016). De este modo, se ha extraído la muestra de las empresas declaradas en concurso de acreedores en el periodo 2004-2017. Se decidió cortar la toma de datos en el año 2017, pues a partir de dicho año no se dispone de estados financieros suficientes para evaluar las estrategias adoptadas por una empresa en concurso de acreedores. Es decir, una empresa que fue declarada en concurso en 2018 únicamente tiene disponibles, como mucho, dos ejercicios adicionales (2019 y 2020). No obstante, en el momento de realización del presente artículo, el depósito de las cuentas anuales de 2020 no ha sido completado, de modo que añadir dichos periodos al análisis todavía no iba a tener un impacto significativo. Así, las empresas que alcanzaron un resultado (liquidación, supervivencia marginal o éxito) en el periodo 2004 a 2017 fueron incluidas en la muestra. Con el fin de evitar el efecto de *liability of newness*, las empresas que tenían una vida inferior a cinco años en el momento de ser declaradas en concurso fueron excluidas (Thornhill y Amit, 2003).

Los datos fueron obtenidos de la base de datos SABI (acrónimo de Sistema de Análisis de Balances Ibéricos). SABI contiene información financiera obtenida de las cuentas anuales depositadas en registros públicos de más de 2 millones de empresas españolas y más de 500.000 empresas portuguesas. SABI permite aplicar filtros para extraer aquellas empresas que han sido declaradas en concurso en algún momento de su vida («incidencias/estatus actual/concurso»). Los datos relativos a la declaración de concurso y el resultado fueron obtenidos del Registro Público Concursal, que contiene la información relativa a la fecha de declaración, supervivencia o liquidación. Se han encontrado casos de empresas que todavía se encontraban declaradas en concurso de acreedores, pero ya en el proceso de liquidación, tras haber fracasado su convenio, o al haber sido imposible su aprobación. En esos casos, se ha considerado que el reflotamiento se habría completado en términos de fracaso, a pesar de que el procedimiento formal no habría concluido. Por otro lado, aquellas empresas que fueron declaradas en concurso y simultáneamente entraron en la fase de liquidación fueron descartadas, pues ni siquiera intentaron llevar a cabo el proceso de reflotamiento.

Adicionalmente, las empresas públicas y clubes deportivos fueron excluidos del trabajo. A las empresas públicas les resulta de aplicación un proceso legal de insolvencia sustancialmente distinto (Jas y Skelcher, 2005). Los clubes deportivos también fueron excluidos debido a que tienen ciertas particularidades que hacen aconsejable no tenerlos en consideración (Rico y Puig, 2015). Así, inicialmente se obtuvieron 1.042 empresas en concurso de acreedores por medio de SABI. De estas, 883 cumplían con los criterios de inclusión. Aquellas empresas que carecían de datos financieros fueron excluidas, quedando la muestra final en 868 empresas. De estas, 357 (41,1 %) fueron liquidadas, 381 (43,9 %) sobrevivieron de forma marginal y las restantes 130 (15 %) tuvieron éxito en el proceso. La muestra está

sesgada hacia empresas que sobreviven (58,9 % vs. 6 % de la población global de empresas en concurso de acreedores). Este mismo problema fue hallado en estudios similares con empresas españolas (Pozuelo *et al.*, 2013; Van Hemmen, 2009), dadas las dificultades que se encuentran en la obtención de datos para aquellas empresas que cesaron su actividad. Dado que la gran mayoría de las empresas que son declaradas en concurso de acreedores acaban siendo liquidadas (94 %), existe escasa información para evaluar las acciones que llevaron a cabo y las llevaron al fracaso.

3.2. Variables

3.2.1. Variable dependiente

- **Resultado.** En la literatura del ámbito del reflotamiento empresarial se ha empleado tradicionalmente la dicotomía éxito/fracaso para medir el resultado del proceso con base en los indicadores financieros típicos (ROA, ROS o ROI, por ejemplo). Sin embargo, en este trabajo el modelo logístico binomial se supera por medio de la combinación de los resultados típicos del proceso de reflotamiento (éxito/fracaso con base en un indicador financiero), y los resultados del concurso de acreedores, esto es, liquidación o supervivencia. De este modo se capta tanto si la empresa sobrevive al procedimiento concursal como si este le resulta de utilidad para completar su reflotamiento.

Así, se han definido tres posibles resultados. El primero, «liquidación» se define como aquel en el que la empresa no sobrevive al concurso de acreedores. En este caso, la variable dependiente toma el valor de 1. Para los otros dos resultados se ha seguido la literatura existente en reflotamiento (Ndofof *et al.*, 2013) y se ha examinado el ROA y el cambio de ROA durante el procedimiento concursal, es decir, desde el año previo al que se declara el concurso hasta el primer año que sigue a la consecución de la supervivencia en el procedimiento. Si una empresa ve disminuir su ROA, o bien si aumentó su ROA, pero no alcanzó su nivel previo al concurso de acreedores, se define como «supervivencia marginal», y la variable toma el valor 2. De otro modo, el «éxito» lo presentan aquellas empresas que sobrevivieron al concurso y también vieron su ROA mejorado respecto al valor que presentaba con carácter previo al concurso de acreedores. Esta misma concepción de la variable resultado fue empleada en Rico y Puig (2019).

3.2.2. Variables independientes

- **Incremento de ventas.** Se ha calculado como la variación porcentual observada entre las ventas del ejercicio previo a la declaración de concurso de acreedores

y las del ejercicio previo a que la empresa alcance un resultado. En caso de que la empresa concreta no aumentase sus ventas, el valor para esta variable es 0. Para ello, se ha tomado el importe neto de la cifra de negocios observado en la cuenta de pérdidas y ganancias (Bruton *et al.*, 2003).

- **Inversiones en activo.** Se han calculado como la variación porcentual observada entre los activos no corrientes netos de amortizaciones del ejercicio previo a la declaración de concurso y los del ejercicio previo a que la empresa alcance un resultado, siguiendo a Ndofor *et al.* (2013). En caso de que la empresa concreta no efectuase inversiones, el valor para esta variable es 0.

3.2.3. Variables de control

- **Tamaño.** Los estudios previos en refluotamiento empresarial y, en general, en los que se observa las probabilidades de continuidad y supervivencia de las empresas han observado que el tamaño es una variable determinante en el resultado final, pues las empresas más grandes son más proclives a subsistir en el tiempo (Cater y Schwab, 2008; Schmitt y Raisch, 2013). Así, las empresas grandes gozan generalmente de una mayor base de recursos y capacidades, además de recursos razonablemente ociosos, que se pueden emplear a los fines de un refluotamiento exitoso. Adicionalmente, desde el punto de vista del concurso de acreedores, existen economías de escala en cuanto al coste del procedimiento (Altman y Hotchkiss, 2006; Camacho-Miñano *et al.*, 2015) dada la existencia de costes fijos que son independientes al tamaño de la empresa. De este modo, las pymes asumen comparativamente costes superiores en el concurso de acreedores y, por definición, tendrán una menor probabilidad de sobrevivir. El tamaño se ha medido como el logaritmo de los activos totales de la empresa en el ejercicio previo a la declaración de concurso.
- **Edad.** La edad de la empresa tiene una influencia directa en sus probabilidades de supervivencia. Thornhill y Amit (2003) hallaron que las empresas más jóvenes presentaban una mayor tendencia al fracaso debido a las deficiencias en la gestión, mientras que otras igualmente jóvenes eran incapaces de adaptarse a cambios repentinos en el entorno empresarial. La edad se ha medido como el logaritmo del número de años desde la constitución de la empresa hasta el ejercicio previo a la declaración de concurso.
- **Endeudamiento.** La insolvencia es la incapacidad de la empresa para atender sus deudas. Por tanto, es aconsejable la inclusión de la variable «endeudamiento» en el estudio, tal y como se ha observado en trabajos previos (Altman y Hotchkiss, 2006; Gilson, 2010). Así, generalmente se ha observado que las empresas con un mayor volumen de deuda presentan una menor probabilidad de supervivencia dada la complejidad en alcanzar acuerdos de pago con sus acreedores. En este trabajo la

deuda se ha medido como el ratio de endeudamiento a largo plazo y corto plazo sobre el activo total en el ejercicio previo a la declaración del concurso.

- Gravedad del declive.** La gravedad del declive es uno de los condicionantes fundamentales del éxito y para la adopción de medidas de refluotamiento (Lim *et al.*, 2013; Morrow *et al.*, 2004; Robbins y Pearce, 1992). La gravedad del declive determina en gran parte el alcance de la estrategia de refluotamiento, en particular de *retrenchment*, que se debe adoptar. Mientras que las situaciones de gravedad menor pueden solventarse con meros recortes de gastos, cuando el declive es muy pronunciado y repentino la empresa normalmente se verá obligada a adoptar medidas más contundentes (Hambrick y Schecter, 1983; Hofer, 1980; Robbins y Pearce, 1992). Dado que la muestra contiene empresas de pequeño tamaño y empresas con actividad industrial como de otra naturaleza, se ha seleccionado, por su idoneidad, el modelo de Altman Z-Score (Altman *et al.*, 2017) adaptado para este tipo de empresas. Se ha calculado el valor Z' para el ejercicio previo a la declaración de concurso. El modelo se define del siguiente modo:

$$Z' = 3,25 + 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Donde:

X_1 = (Activo corriente – Pasivo corriente)/Activo total

X_2 = Reservas/Activo total

X_3 = Resultado de explotación (EBIT)/Activo total

X_4 = Patrimonio neto/Pasivo total

- Sector.** En los estudios previos sobre refluotamiento empresarial la introducción de la variable de control del sector ha sido una práctica habitual, dada la dependencia del éxito del proceso en la pertenencia de una empresa a una determinada actividad (Lim *et al.*, 2013; Morrow *et al.*, 2004; Robbins y Pearce, 1992). Determinados estudios han empleado muestras con empresas ubicadas en un sector homogéneo (Bruton *et al.*, 2003; Ndofor *et al.*, 2013), mientras que otros han empleado muestras heterogéneas, pero controlando esta variable (Lim *et al.*, 2013; Morrow *et al.*, 2004; Tangpong *et al.*, 2015). En este trabajo se ha controlado el sector por medio de la introducción de una variable *dummy* con el código CNAE a 3 dígitos (López-Gutiérrez *et al.*, 2012). Para ello, se capturó el código CNAE a 3 dígitos de la actividad principal de cada empresa según SABI, obteniéndose un total de 164 actividades.
- Territorio.** La localización de la empresa en concurso de acreedores se ha revelado como un factor esencial para explicar su supervivencia (Rico *et al.*, 2021; Van Hemmen, 2009). Factores ligados al territorio como la experiencia o carga

de trabajo del Juzgado de lo Mercantil, así como la idiosincrasia las entidades financieras a la hora de concentrar riesgos en determinadas actividades (Mora-Sanguinetti y Spruk, 2018) es de esperar que afecten al resultado final. Esta variable se ha medido con la provincia (NUTS-3) en la que tiene su sede social la empresa en concurso, incluyéndose una variable *dummy* con 49 valores.

- **Recorte de activos y costes.** Dada la importancia que las medidas de *retrenchment* tienen en el resultado final de un proceso de refluotamiento, se ha medido su adopción como medida de control. Para medir el recorte de activos, se ha calculado la reducción porcentual de activos tangibles desde el ejercicio previo a la declaración de concurso hasta el ejercicio previo al de la solución (Morrow *et al.*, 2004). Para medir el recorte de costes, se ha calculado la reducción porcentual de la partida «otros gastos de explotación» desde el ejercicio previo a la declaración de concurso hasta el ejercicio previo al de la solución. En ambos casos, si no se registra una reducción, el valor de la variable es 0.

4. Resultados y discusión

En la tabla 1 se muestran los estadísticos descriptivos, que incluyen la media, las desviaciones típicas y las correlaciones de Pearson de cada una de las variables incluidas en el análisis. Con la excepción de la correlación observada entre gravedad y endeudamiento (-0,79), no hay presencia de problemas de correlación o multicolinealidad, dado que las correlaciones son escasas e inferiores de 0,5 (Hair *et al.*, 2006).

Tabla 1. Estadísticos descriptivos y correlaciones

	Sig.	SD	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Resultado	1,74	0,70								
2. Tamaño	15,50	1,86	0,26 ***							
3. Edad	1,26	0,29	0,14 ***	0,24 ***						
4. Endeudamiento	0,79	0,72	-0,15 ***	-0,22 ***	-0,07 **					
5. Gravedad	3,11	16,43	0,04	0,00	-0,06	-0,79 ***				
6. Recorte activos	0,16	16,43	-0,01	0,11 ***	-0,05	-0,01	0,01			
7. Recorte costes	0,46	0,40	0,03	-0,05	0,04	0,10 ***	-0,11 ***	0,06		



	Sig.	SD	1	2	3	4	5	6	7	8
▶										
8. Ventas	2,56	0,34	-0,04	-0,01	-0,04	0,03	0,01	-0,02	-0,00	
9. Inversiones	1,90	0,37	-0,02	0,03	-0,01	-0,00	-0,01	-0,03	-0,03	0,00

Nota: * p < 0.10; ** p < 0.05; *** p < 0.01.

En concordancia con el modelo propuesto, con tres resultados alternativos, se ha empleado la regresión logística multinomial (MLR) para evaluar el efecto de las variables independientes en la probabilidad de cada uno de los resultados esperados (liquidación, supervivencia marginal y éxito). Esta técnica resulta particularmente útil cuando se evalúan resultados múltiples (Hair *et al.*, 2006), como es el presente caso. En la MLR uno de los valores de las variables dependientes se toma como referencia y se calculan las regresiones respecto a los restantes valores de la variable dependiente. En el presente trabajo, se han efectuado tres análisis con MLR para comparar los tres resultados posibles del concurso de acreedores, los dos primeros empleando el resultado «liquidación» como referencia, y en el tercero haciendo lo propio el resultado «supervivencia marginal». Dado que se asume que las variables no son estrictamente ordinales, se ejecutaron regresiones en su modalidad «no ordenada» (Åstebro y Winter, 2012).

Así, la tabla 2 muestra los resultados obtenidos con cada una de las regresiones. Los resultados se presentan en seis modelos distintos. Los modelos 1, 3 y 5 reflejan la predicción de resultados incluyendo únicamente las variables de control, mientras que los modelos 2, 4 y 6 incluyen la totalidad de las variables. Los análisis también incluyen los efectos marginales de las variables independientes, de modo que también se puede observar la contribución de cada una de ellas al resultado analizado, lo cual permite realizar un análisis más detallado y alcanzar conclusiones más precisas. El test Chi cuadrado revela que los modelos son altamente significativos y que los modelos 2, 4 y 6 aumentan el poder explicativo y la significatividad de los modelos 1, 3 y 5. El modelo con mayor capacidad explicativa es el 2, que compara la supervivencia marginal con la liquidación.

Tabla 2. Resultados de la regresión logística multinomial (MLR)

	Supervivencia marginal vs. liquidación		Éxito vs. liquidación		Éxito vs. supervivencia marginal	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Ventas		-0,01 (0,06)		0,10** (0,05)		0,11* (0,06)

▶

	Supervivencia marginal vs. liquidación		Éxito vs. liquidación		Éxito vs. supervivencia marginal	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Inversiones		-0,01 (0,01)		0,00 (0,00)		0,01 (0,01)
Tamaño	0,63*** (0,11)	0,62*** (0,11)	0,52*** (0,13)	0,51*** (0,14)	-0,11 (0,11)	-0,12 (0,11)
Edad	0,92 (0,56)	0,94* (0,56)	0,10 (0,68)	0,30 (0,69)	-0,82 (0,59)	-0,64 (0,59)
Endeudamiento	-0,84** (0,38)	-0,88** (0,39)	-0,63 (0,46)	-0,74 (0,45)	0,21 (0,43)	0,15 (0,43)
Gravedad del declive	-0,03* (0,01)	-0,03** (0,01)	-0,03 (0,03)	-0,03 (0,03)	-0,00 (0,03)	-0,00 (0,03)
Recorte de activos	-1,06** (0,51)	-1,10** (0,52)	0,34 (0,64)	0,34 (0,65)	1,41** (0,59)	1,44** (0,60)
Recorte de costes	0,414 (0,41)	0,41 (0,41)	2,27*** (0,59)	2,32*** (0,60)	1,86*** (0,54)	1,92*** (0,55)
Constante	-9,35*** (3,50)	-9,31*** (3,50)	-37,88 (2243,26)	-37,95 (2239,40)	-28,53 (2243,26)	-28,64 (2239,40)
CNAE 3 dígitos (164)	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido
Territorio (49)	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido
Año (14)	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido	Incluido
Observaciones	868 (738)	868 (738)	868 (487)	868 (487)	868 (511)	868 (511)
Log-likelihood ratio	822,15	815,11	822,15	815,11	822,15	815,11
R ² (Cox and Snell)	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
R ² (Nagelkerke)	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
R ² (McFadden)	0,53	0,54	0,53	0,54	0,53	0,54

	Supervivencia marginal vs. liquidación		Éxito vs. liquidación		Éxito vs. supervivencia marginal	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
►						
Chi cuadrado	933,29***	940,32***	933,29***	940,32***	933,29***	940,32***
Clasificación correcta	79,8%	84,7%	79,8%	82,9%	79,8%	83,30%

Nota: Errores típicos entre paréntesis. * $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

El panel izquierdo de la tabla 2 (modelos 1 y 2) muestran la comparación entre la liquidación (referencia) y la supervivencia marginal. En el panel se observan los coeficientes estimados, significatividad y el error típico (entre paréntesis). De este modo es posible interpretar la magnitud de la relación entre la variable dependiente con las variables independientes y las variables de control. Un signo positivo del coeficiente indica que la variable independiente contribuye a incrementar la probabilidad de la supervivencia marginal con respecto a la liquidación (valor de referencia). Así, mientras que el *tamaño* y la *edad* incrementan la probabilidad de *supervivencia marginal*, el *endeudamiento*, la *gravedad* del declive y el *recorte de activos* la reducen. El *recorte de costes* tiene un impacto positivo, pero no significativo. Respecto a las acciones estratégicas, tanto el incremento de *ventas* como las *inversiones* reducen la probabilidad de la *supervivencia marginal*, pero los resultados no son significativos.

El panel central de la tabla 2 (modelos 3 y 4) refleja los resultados de los análisis que comparan la liquidación (referencia) con el éxito. En este caso, las únicas variables de control que son significativas son el *tamaño* y el *recorte de costes*, y ambas incrementan la posibilidad del éxito respecto a la *liquidación*, según se esperaba. En cuanto a las respuestas estratégicas, el incremento de *ventas* tiene un efecto positivo y significativo, tal y como se había planteado en la hipótesis 1. Las *inversiones* presentan un impacto positivo, pero no significativo.

Finalmente, el panel derecho de la tabla 2 revela los resultados que comparan la supervivencia marginal (referencia) y el éxito. De las variables de control, únicamente el *recorte de activos* y de *costes* presentan signos positivos y significativos. Por lo que respecta a las acciones de recuperación evaluadas, únicamente el incremento de *ventas* tiene el impacto positivo previsto y significativo, mientras que las *inversiones*, a pesar del signo positivo del coeficiente, no resulta significativo.

A la vista de los resultados, se puede concluir que la hipótesis 1 (incremento de *ventas*) recibe un apoyo relevante, pues se observa el previsto impacto positivo y significativo en los escenarios de comparación del éxito con la *liquidación* y del éxito con la *supervivencia marginal*. Por su parte, la hipótesis 2 (*inversiones*) no ha podido ser validada, a pesar de que en los mismos escenarios señalados para la hipótesis 1 la variable presenta un signo positivo,

pero en ambos casos resulta no significativo. Al comparar los resultados de *supervivencia marginal* y *liquidación* ninguna de las acciones estratégicas evaluadas ayuda a explicar la diferencia entre un resultado y otro, y aparentemente las empresas que sobreviven marginalmente se distinguen de las que se liquidan en variables de carácter estructural. Asimismo, la adopción de estrategias de reducción de activos sí penaliza la supervivencia de la empresa y la inclina a liquidación al comparar el mencionado escenario.

5. Conclusiones, implicaciones y limitaciones

En el presente trabajo se ha evaluado la efectividad de las acciones estratégicas de recuperación en el contexto del reflotamiento empresarial en compañías en concurso de acreedores, en el cual existe una tasa de éxito y supervivencia extremadamente baja. Con ello, se pretende dotar de aprendizajes y herramientas a los legisladores, académicos, profesionales y gestores de empresas para que las adopten en la situación de mayor gravedad que puede sufrir una empresa. A tal fin, se ha observado una muestra de 868 empresas españolas en concurso de acreedores en un periodo de 14 años, y se ha analizado su situación previa y las acciones adoptadas durante el proceso concursal.

Más concretamente, de las acciones evaluadas, incremento de ventas y realización de inversiones, únicamente la primera se ha revelado como significativa y con el efecto positivo esperado para incrementar las posibilidades de supervivencia y mejora de la rentabilidad previa a la declaración de concurso. Adicionalmente, las acciones estratégicas estudiadas no muestran ningún efecto significativo cuando se ha discriminado las empresas que fracasan (acaban en liquidación) y las que sobreviven marginalmente, esto es, sin mejora de su rentabilidad previa. Así, la distinción entre unas y otras deriva esencialmente de factores estructurales como el tamaño, el endeudamiento o la gravedad del declive. En línea con trabajos previos (Rico y Puig, 2019; Rico *et al.*, 2020), el recorte excesivo de activos aumenta la probabilidad de liquidación respecto a la supervivencia marginal.

En cambio, las empresas exitosas adoptan de forma eficiente, no solo estrategias de recuperación basadas en el incremento de ventas, sino que durante el proceso concursal son capaces de reducir activos improductivos y costes superfluos (acciones de *retrenchment*) de forma que tengan un impacto positivo en su probabilidad de éxito. Este resultado viene a confirmar una de las bases de la literatura del ámbito del reflotamiento, que para poder recuperar y superar el rendimiento anterior («dar un paso hacia adelante»), una empresa debe primero eliminar aquellos elementos que la lastran («dar un paso atrás») (Robbins y Pearce, 1992; Schmitt y Raisch, 2013; Wenzel *et al.*, 2020). El concurso de acreedores parece un escenario propicio para ello, pues el proceso concursal habilita la posibilidad de reducir costes y activos en condiciones particulares y bajo el amparo de un proceso judicial y la supervisión de un especialista en la materia de reflotamiento e insolvencia (administrador concursal).

Por tanto, los hallazgos del presente trabajo confirman que las empresas que tienen éxito en un concurso de acreedores dependen esencialmente de las acciones estratégicas que adopten, y desde el punto de vista de la fase de recuperación, en el impulso de sus ventas. El éxito no depende, por tanto, de factores estructurales e incontrolables, sino de las decisiones que tomen las empresas en un contexto de extrema gravedad.

De estos hallazgos se derivan importantes contribuciones e implicaciones para académicos, legisladores y profesionales. En primer lugar, el trabajo contribuye a la literatura de reflotamiento empresarial añadiendo experimentos válidos en un contexto escasamente estudiado, como es el del reflotamiento en situaciones de insolvencia. Así, se puede concluir que las acciones estratégicas de recuperación que requieren de una gran base de recursos y financiación no resultan adecuadas en un concurso de acreedores, pues aparentemente las empresas en concurso no han conseguido suficiente apoyo para abordar inversiones relevantes para recuperar su rendimiento previo. Así, el concurso de acreedores se revela como un ámbito particular y distinto respecto a otros estudiados por académicos del reflotamiento, y en el que las acciones de recuperación no son universalmente válidas para el éxito de la empresa, al contrario de lo hallado por Ndofor *et al.* (2013).

Los legisladores se pueden ver beneficiados con el perfil hallado para las empresas que se liquidan, las que sobreviven marginalmente y las que tienen éxito. La legislación concursal debería ir encaminada, de conformidad con los resultados obtenidos, hacia facilitar a la empresa la adopción de medidas rápidas y drásticas para corregir su situación (*retrenchment*) e implementar al mismo tiempo acciones que permitan recuperar sus ventas. A tal fin, tanto una tramitación ágil de los juzgados como una mayor profesionalización de la figura de la administración concursal son necesarias para prestar ese apoyo decisivo a la empresa, al tiempo que se vela por el legítimo interés de los acreedores, que verán satisfechas sus deudas en mayor medida si la empresa acaba siendo exitosa.

Desde el punto de vista de la gestión empresarial, se reafirma la necesidad de efectuar un diagnóstico rápido y preciso de la situación de la empresa a fin de que las medidas adoptadas sean válidas para la supervivencia. Esto adquiere mayor valor si cabe en el contexto del concurso de acreedores, en el que el fracaso supone la desaparición de la empresa. Los gestores de empresas deben concentrarse en obtener recursos con la venta de activos y reducción de costes que sean superfluos para su actividad, y emplear dicha base para la posterior recuperación por medio del incremento de sus ventas. Con ello, se otorga credibilidad al proyecto empresarial y, en consecuencia, los acreedores prestarán apoyo a la aprobación de un convenio, en el que sus expectativas de cobro se habrán visto mejoradas por la adopción de dichas medidas.

En cuanto a las limitaciones y futuras vías de investigación, cabría efectuar un análisis de la evolución subsiguiente de las empresas que superaron el concurso. En este trabajo se produce un corte al finalizar el concurso y se ha observado el rendimiento de la empresa antes y dentro del procedimiento, pero no posteriormente. Cabe evaluar si el daño

reputacional que el concurso todavía tiene en el entorno empresarial español sigue afectando a la evolución futura de las empresas. Con ello, se podrían añadir nuevos resultados, que vendrían condicionados por las medidas que la empresa hubiese adoptado en el proceso concursal.

Referencias bibliográficas

- Altman, E. y Hotchkiss, E. (2006). *Corporate financial distress and bankruptcy*. John Wiley & Sons.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozowska, M., Laitinen, E. K. y Suvas, A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-Score model. *Journal of Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171.
- Arogyaswamy, K., Barker, V. L. III y Yasai-Ardekani, M. (1995). Firm turnarounds: an integrative two-stage model. *Journal of Management*, 32, 493-525.
- Åstebro, T. y Winter, J. K. (2012). More than a dummy: The probability of failure, survival and acquisition of firms in financial distress. *European Management Review*, 9, 1-17.
- Barker, V. L. III y Duhaime, I. M. (1997). Strategic change in the turnaround process: theory and empirical evidence. *Strategic Management Journal*, 18(1), 13-38.
- Barker, V. L. III y Mone, M. A. (1994). Retrenchment: cause of turnaround or consequence of decline? *Strategic Management Journal*, 15(5), 395-405.
- Bibeault, D. G. (1982). *Corporate turnaround: how managers turn losers into winners*. McGraw-Hill.
- Boyne, G. A. y K. J. Meier. (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.
- Camacho-Miñano, M., Segovia-Vargas, M. y Pascual-Ezama, D. (2015). Which characteristics predict the survival of insolvent firms? An SME reorganization prediction model. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 340-354.
- 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.
- Cater, J. y Schwab, A. (2008). Turnaround strategies in established small family firms. *Family Business Review*, 21(1), 31-50.
- Filatotchev, I. y Toms, S. (2006). Corporate governance and financial constraints on strategic turnarounds. *Journal of Management Studies*, 43(3), 407-433.
- García-Posada, M. y Mora-Sanguinetti, J. (2012). Why do Spanish firms rarely use the bankruptcy system? The role of mortgage institution. *Working paper no. 1234*. Bank of Spain.

- García-Posada, M. y Vegas, R. (2016). Las reformas de la Ley Concursal durante la Gran Recesión. *Working paper no. 1610*. Bank of Spain.
- Gilson, S. C. (2010). *Creating value through corporate restructuring*. John Wiley & Sons.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. y Tatham, R. L. (2006). *Multivariate Data Analysis*. (6.^a ed.). Pearson Prentice Hall.
- Hambrick, D. C. y Shecter, S. M. (1983). Turnaround strategies for mature industrial-product business units. *Academy of Management Journal*, 26(2), 231-248.
- Hotchkiss, E. S. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*, 50(1), 3-21.
- 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.
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S. y Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *Business Research Quarterly*, 18, 174-187.
- Mora Sanguinetti, J. S. y Spruk, R. (2018). Industry vs services: Do enforcement institutions matter for specialization patterns? Disaggregated evidence from Spain. *Working paper no. 1812*. Bank of Spain.
- 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.
- 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.
- 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.
- Rico, M. y Puig, F. (2019). Successful turnarounds in bankrupt firms? Assessing retrenchment in the most severe form of crisis. *Business Research Quarterly*, 24(2), 114-128.
- Rico, M., Cantarero, S. y Puig, F. (2021). Regional disparities and spatial dependence of bankruptcy in Spain. *Mathematics*, 9, 960.
- Rico, M., Pandit, N. R. y Puig, F. (2020). SME insolvency, bankruptcy and survival: an examination of retrenchment strategies. *Small Business Economics*, 57(3), 1-16.
- Robbins, D. K. y Pearce, J. A. II. (1992). Turnaround: retrenchment and recovery. *Strategic Management Journal*, 13(4), 287-309.
- Schendel, D. E. y Patton, G. R. (1976). Corporate stagnation and turnaround. *Journal of Economics and Business*, 28(3), 236-241.
- Schmitt, A. y Raisch, S. (2013). Corporate turnarounds: the duality of retrenchment and recovery. *Journal of Management Studies*, 50, 1.216-1.244.



- Schoenberg, R., Collier, N. y Bowman, C. (2013). Strategies for business turnaround and recovery: a review and synthesis. *European Business Review*, 25(3), 243-262.
- Schweizer, L. y Nienhaus, A. (2017). Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research. *Business Research*, 10, 3-47.
- Stopford, J. M. y Baden-Fuller, C. (1990). Corporate rejuvenation. *Journal of Management Studies*, 27(4), 399-415.
- Sudarsanam, S. y Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12, 183-199.
- 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.
- Thornhill, S. y Amit, R. (2003). Learning about failure: bankruptcy, firm age and the resource-based view. *Organization Science*, 14(5), 497-509.
- Trahms, C. A., Ndofor, H. A. y Sirmon, D. G. (2013). Organizational decline and turnaround: a review and 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.
- Van Hemmen, E. (2018). *Estadística Concursal. Anuario 2017*. Colegio de Registradores de la Propiedad, Bienes Muebles y Mercantiles de España.
- Wenzel, M., Stankse, S. y Lieberman, M. B. (2020). Strategic responses to crisis. *Strategic Management Journal*, 41, V7-V18.