

CONFERENCIA DE CLAUSURA. AURELIO GURREA MARTÍNEZ

***La escasa utilización de los procedimientos concursales:
Causas, implicaciones y la necesidad de un cambio de paradigma en el estudio y el diseño del
Derecho concursal en Iberoamérica***

Aurelio Gurrea Martínez ¹

Resumen

La utilización de los procedimientos concursales en Iberoamérica resulta notablemente inferior que en otros países de nuestro entorno. En ocasiones, se ha alegado que el escaso uso de los procedimientos de insolvencia se debe a una falta de "cultura concursal" de los empresarios de la comunidad iberoamericana, que, probablemente, no tienen la misma visión del emprendimiento, la innovación y el fracaso empresarial que los empresarios de otros países de nuestro entorno. Sin embargo, a nuestro modo de ver, la reticencia al uso de los procedimientos concursales en la comunidad iberoamericana no es producto de un fenómeno sociológico o cultural sino, más bien, de un problema institucional: el modo tradicional de entender y diseñar el Derecho concursal en Iberoamérica. En este sentido, el Derecho concursal no ha sido examinado desde una perspectiva económica, o, si se quiere, desde el punto de vista que el diseño (ni siquiera la utilización) del sistema concursal puede suponer, desde un punto de vista ex ante, en el comportamiento de los individuos. Por este motivo, se han creado instituciones concursales que resultan poco atractivas para el deudor, para los acreedores, o, como veremos que ocurre en España, para ambos. En nuestra opinión, si el legislador pretende cambiar el comportamiento de los operadores con la finalidad de promover una cultura de emprendimiento, innovación y financiación de empresas, y, al mismo tiempo, incentivar la apertura tempestiva del concurso de acreedores, en primer lugar debería promover un cambio de paradigma en la forma de entender, analizar y diseñar el Derecho concursal. Y este cambio de paradigma resultará necesario que se inicie desde la academia, no sólo por la influencia que los académicos han tenido tradicionalmente en el diseño y, sobre todo, aplicación de las leyes en la comunidad iberoamericana, sino también por ser (o deber ser) la sede natural del estudio, enseñanza, investigación y, se supone, mejora del derecho vigente.

¹ Aurelio Gurrea Martínez es investigador de la Universidad de Harvard y Director del Instituto Iberoamericano de Derecho y Finanzas. Abogado, economista y auditor de cuentas. Doctor en Derecho. Máster en Derecho y Finanzas por la Universidad de Oxford y Máster en estudios legales internacionales por la Universidad de Stanford. El presente trabajo resume la conferencia de clausura pronunciada por el autor en el XII Congreso Anual del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal celebrado en San Juan (Puerto Rico), los días 13, 14 y 15 de octubre de 2016. Asimismo, resume parcialmente varios trabajos realizados por el autor sobre las causas y consecuencias económicas de la escasa utilización del concurso de acreedores, y sobre la necesidad de cambiar el modo tradicional de entender y diseñar el Derecho concursal en Iberoamérica. El autor agradece profundamente al profesor Daniel Truffat y al Dr. Gerardo Carlo la amable invitación para participar como ponente en el XII Congreso Anual del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal. Asimismo, agradece a todos los compañeros del Instituto los valiosos comentarios realizados a esta presentación.

1. La escasa utilización de los procedimientos concursales en Iberoamérica: causas e implicaciones económicas

La utilización de los procedimientos concursales en Iberoamérica resulta notablemente inferior que en otros países de nuestro entorno². En ocasiones, se ha alegado que el escaso uso de los procedimientos de insolvencia se debe a una falta de “cultura concursal” de los empresarios de la comunidad iberoamericana, que, probablemente, no tienen la misma visión del emprendimiento, la innovación y el fracaso empresarial que los empresarios de otros países de nuestro entorno. Sin embargo, a nuestro modo de ver, la reticencia al uso de los procedimientos concursales en la comunidad iberoamericana no se debe a factores sociológicos o culturales sino, más bien, a un problema académico e institucional: el modo tradicional de entender, analizar y diseñar el Derecho concursal en Iberoamérica.

En primer lugar, y, probablemente, como consecuencia de la influencia italiana, la doctrina y las legislaciones iberoamericanas han atribuido una función *sancionadora* al Derecho concursal, y han sancionado severamente a los deudores en concurso. Y una cosa es sancionar la insolvencia, y otra muy diferente es sancionar los posibles comportamientos indeseables que pueda cometer el deudor (o cualquier otro operador del mercado), que es algo que podría hacerse dentro o fuera del Derecho concursal, y, desde luego, sin necesidad de prácticas estigmatizadoras como el “etiquetado” de los deudores que todavía existe en países como España o Uruguay.

En segundo lugar, y quizás de manera más importante, ha existido una falta de análisis sobre el impacto que, desde una perspectiva *ex ante*, puede tener el *diseño* del sistema concursal en el comportamiento de los operadores. Y, lógicamente, si el diseño del sistema concursal es perjudicial para el deudor, los particulares y las empresas tendrán incentivos a minimizar el riesgo de insolvencia o, en su caso, evitar en la medida de lo posible el concurso (si ya hubieran devenido insolventes). En ambos casos (minimización *ex ante* o reticencia *ex post*), podrá producirse un resultado perjudicial para la actividad económica, en la medida en que podría reducirse la utilización de deuda (y, por tanto, las posibilidades de financiación de las empresas), la asunción de riesgos (y, por tanto, la innovación), o podría desincentivarse la apertura tempestiva del concurso (en perjuicio no solamente del grado de satisfacción de los acreedores sino también de las posibilidades de reorganización de empresas viables). Por su parte, si el sistema resulta perjudicial para los acreedores, resultará lógico que los acreedores respondan, desde una perspectiva *ex ante*, con una mayor reticencia a la concesión de crédito, o con un posible incremento del coste de la deuda. En ambos casos, igualmente, se generará un perjuicio para la actividad económica.

Finalmente, y como consecuencia de no examinar las implicaciones económicas que, desde un punto de vista *ex post* y, sobre todo, *ex ante*, puede tener el diseño del sistema concursal, ha existido un polémico debate sobre si el Derecho concursal debería ser “pro-deudor” o, en su caso, “pro-creedor”. A nuestro modo de ver, el Derecho concursal no debería ser ni “pro-deudor” ni “pro-

² En este sentido, puede consultarse el célebre trabajo de Stijn Claessens and Leora F. Klapper, *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, 7 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 253 (2005), donde se refleja que el porcentaje de concursos empresariales por número de empresas fue de 0.02% en España, 0.05% en Perú, 0.08% en Portugal, 0.12% en Argentina, 0.16% en Colombia y 0.12% en Argentina. Por el contrario, si se observa el número de concursos en otros países ajenos a la comunidad iberoamericana, podrá apreciarse como la tasa es superior. A modo de ejemplo, la tasa de concurso por número de empresas ascendió a 1.85% en Reino Unido, 2.10% en Australia, 2.62% en Francia, 2.74% en Irlanda, 3.33% en Suiza, 3.65% en Estados Unidos o 4.14% en Finlandia.

acreedor”, si eso implica ser, respectivamente, “anti-acreedor” o “anti-deudor”. En efecto, si, por ejemplo, un Derecho concursal otorga amplios poderes al deudor y permite que, de manera oportunista, y sin existir motivos económicos que lo justifiquen, el deudor utilice los procedimientos concursales para perjudicar a los acreedores (por ejemplo, valiéndose de las instituciones concursales para paralizar ejecuciones, reorganizar empresas inviables, etc.), el Derecho concursal puede perjudicar, sin fundamento económico que lo justifique, el acceso al crédito. Asimismo, si un Derecho concursal otorga amplios poderes a los acreedores y permite que, de manera oportunista, los acreedores puedan utilizar el procedimiento concursal para maximizar su interés individual en perjuicio del interés *colectivo* (por ejemplo, promoviendo la liquidación de una empresa que tiene mayor valor en funcionamiento, a través de la ejecución de un bien que resulta esencial para la actividad principal de la compañía), el Derecho concursal no sólo provocaría la destrucción de valor que genera en la economía una empresa viable, sino que, desde un punto de vista *ex ante*, provocaría en una mayor reticencia a los procedimientos concursales y/o a la propia concesión del crédito, como consecuencia del menor grado de satisfacción *colectiva* del crédito. Por tanto, el Derecho concursal no debe ser ni anti-deudor ni anti-acreedor, ya que, en ambos casos, podrá generarse un perjuicio para el bienestar colectivo.

Desde una perspectiva *ex post*, el Derecho concursal debe promover la asignación eficiente de recursos, y este objetivo se consigue mediante la dotación de los instrumentos necesarios para minimizar los costes directos o indirectos que una situación de insolvencia puede generar sobre una *empresa viable*, esto es, una empresa que tiene un mayor valor en funcionamiento que en liquidación. El mantenimiento de la empresa viable que atraviesa dificultades financieras, sin embargo, no implica que la empresa, necesariamente, tenga que ser *reorganizada*. Este objetivo también puede conseguirse a través de una *liquidación* o venta de los activos, ya sea en bloque (si el negocio o alguna rama de actividad resultan viables) o de manera individual. De hecho, la liquidación o venta de los activos resultará una alternativa más deseable que la reorganización cuando: (i) el negocio sea *inviable* y, por tanto, el valor de los activos en funcionamiento resulte inferior que el valor de los activos en liquidación; y (ii) cuando el negocio (o la idea de negocio) sea *viable* pero, sin embargo, los acreedores no tengan confianza en la honestidad, capacidad o conocimiento de los antiguos socios/administradores, y exista la posibilidad de que un tercero con mayor credibilidad y mejores recursos pueda gestionar el negocio.

En consecuencia, la solución *ex post* del Derecho concursal parece clara: promover la solución que consiga maximizar el valor de la empresa. De esta manera, no sólo existirán mayores posibilidades de que la empresa siga generando riqueza, trabajo y bienestar social, sino que, en la medida en que el valor de la empresa resulte mayor, también se incrementará el grado de satisfacción de los acreedores. Por tanto, si asumimos esta hipótesis como válida, otra forma de reformular la función *ex post* del Derecho concursal sería, simplemente, la maximización del grado de satisfacción de los acreedores. Cuestión diferente es que, en supuestos de *empresas viables*, la maximización del grado de satisfacción de los acreedores se consiga mediante el mantenimiento de la empresa en crisis. Sin embargo, enunciar que el Derecho concursal debe promover, con carácter general, una función reorganizativa, no sólo puede resultar perjudicial para la actividad económica sino que, como mínimo, podría resultar confuso para los operadores. Por un lado, la promulgación de este objetivo podría llevar a entender, de manera errónea, que la maximización del grado de satisfacción de los acreedores y el mantenimiento de una empresa viable son objetivos *contradictorios*, cuando, en realidad, resultan coincidentes en el caso de empresas viables. Y, por otro lado, atribuir, con carácter general, una función reorganizativa al Derecho concursal podría transmitir un mensaje erróneo a

los operadores, al parecer que el Derecho concursal tiene el deber de ayudar a *cualquier* empresa, resulte viable o no.

Los costes de otorgar, con carácter general, una función reorganizativa al Derecho serían varios. Por un lado, el *deudor* podría utilizar el sistema, de manera oportunista, para pretender una reorganización incluso en supuestos en que la empresa generara mayor valor cerrada (si resulta económicamente inviable) o en manos de un tercero (si existe un tercero que pueda gestionar la empresa de manera más eficiente u honesta). Por otro lado, los acreedores, previendo este riesgo de oportunismo del deudor, podrían tener mayores reticencias para la concesión del crédito y, por tanto, podrían reducir el crédito disponible o, en su caso, incrementar el coste de la deuda. En consecuencia, mientras que la maximización del grado de satisfacción de los acreedores resulta compatible con el objetivo de fomentar el mantenimiento de empresas *viables* que atraviesan dificultades financieras, atribuir una función reorganizativa al Derecho concursal no sólo puede resultar –y, en el caso de empresas inviables, resultará– incompatible con la maximización del grado de satisfacción de los acreedores, sino que, además, puede generar otros efectos perjudiciales en el sistema (e.g., dificultades para el acceso al crédito, imposibilidad de expansión de empresas viables gestionadas de manera ineficiente, etc.).

Teniendo claro, por tanto, el objetivo *ex post* del Derecho concursal, ahora nos centraremos en la forma en que el Derecho concursal puede contribuir, desde una perspectiva *ex ante*, a la promoción del crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo. Desde una perspectiva *ex ante*, el Derecho concursal debe promover, en primer lugar, la facilitación del crédito. De esta manera, los individuos podrán gozar de un mejor nivel de vida, al tener mayores posibilidades de inversión y consumo; y, al mismo tiempo, las empresas podrán financiar un mayor número de proyectos de inversión con los que podergenerar riqueza, trabajo y bienestar social. Si el sistema de recuperación del crédito es muy ineficiente, y por tanto, los acreedores no logran cumplir sus expectativas de cobro, tendrán incentivos para no conceder crédito o, en su caso, concederlo a condiciones más onerosas para el deudor (e.g., exigiendo garantías, pagos anticipados, mayor tipo de interés, etc.). En ambos casos, el resultado será perjudicial para el bienestar de los ciudadanos. En consecuencia, la facilitación del crédito (objetivo *ex ante* del Derecho concursal) depende, en buena medida, del grado de satisfacción de los acreedores (objetivo *ex post* del Derecho concursal). Por tanto, promoviendo la maximización del grado de satisfacción de los acreedores como *finalidad única* del Derecho concursal, no sólo se promoverá la *reorganización* de empresas *viables* que atraviesen problemas financieros sino que, además, se contribuirá a una mejora del bienestar colectivo a través de facilitar el acceso al crédito.

No obstante lo anterior, el Derecho concursal no sólo puede contribuir a la mejora del bienestar colectivo (exista o no una situación de insolvencia) a través de la facilitación del crédito. El diseño del sistema concursal también puede afectar el grado de innovación, competitividad y/o asunción de riesgos de las empresas. En los países de tradición hispano-latina, el *deudor* ha estado tradicionalmente estigmatizado, o, al menos, sometido a severas sanciones en caso de concurso. De hecho, en España y, por influencia española, en Uruguay, incluso existe –en pleno siglo XXI– la decimonónica institución de la “calificación del concurso”, consistente en etiquetar a los deudores como “culpables” y “fortuitos”, que incluso permite (tal y como está diseñado el sistema) que un deudor por causas fortuitas pueda acabar siendo etiquetado como “culpable”. Por tanto, junto a las eventuales sanciones civiles e incluso penales que podríagenerar esta calificación culpable, el deudor quedará estigmatizado, lo que perjudicará, nuevamente, la apertura tempestiva del

concurso, la responsable asunción de deuda, la innovación, la asunción de riesgo, el emprendimiento, la inversión y la rehabilitación económica y social de deudores honestos pero desafortunados.

Por su parte, los *acreedores* tampoco han gozado tradicionalmente de una protección adecuada en los sistemas concursales iberoamericanos. En ocasiones, la Ley no ha permitido la ejecución separada de un bien, incluso en supuestos en los que se demuestre que el deudor no tiene viabilidad ninguna y, por tanto, existan posibilidades fundadas de que el deudor utilice de manera oportunista la paralización de ejecuciones. En otras circunstancias, la Ley ha fomentado, a través de diversas medidas, la reorganización (o convenio) sobre la liquidación, sin importar que la empresa fuera inviable, o que estuviera gestionada por personas ineficientes o incluso deshonestas. En consecuencia, la existencia de una posible solución ineficiente de la insolvencia provoca que, desde una perspectiva *ex ante*, los acreedores sean reticentes a los procedimientos concursales y a la propia concesión del crédito.

Todos estos factores contribuyen a dificultar el acceso al crédito, a sesgar las estructuras económicas de las empresas hacia activos menos innovadores y rentables, y a evitar un procedimiento que, por definición, está diseñado para extraer el mayor valor *agregado* posible de la empresa insolvente. Por tanto, ante este panorama, no sólo los deudores sino también los acreedores tienen incentivos a minimizar el riesgo de insolvencia del deudor o, si la compañía deviniera insolvente, a evitar del modo que fuera el concurso. El resultado, por tanto, será una escasa utilización del concurso, pero no porque exista un problema de “cultura concursal” de los operadores de la comunidad iberoamericana, sino porque, como consecuencia del modo tradicional de ver y diseñar el Derecho concursal en Iberoamérica, se han creado instituciones muy poco atractivas para el deudor, para los acreedores o, como ocurre en España, para ambos.

2. Cómo hacemos y entendemos el Derecho concursal en Iberoamérica

El Derecho concursal es un área del ordenamiento jurídico que, con independencia de que exista o no una situación de insolvencia, puede tener un impacto significativo en el acceso y coste del crédito, la estructura económica y financiera de las empresas, o el nivel de innovación y emprendimiento de un país. Sin embargo, la mayor parte de estos factores, que contribuyen a la mejora del bienestar colectivo desde un punto de vista *ex ante* (esto es, exista o no una situación de insolvencia), suelen ser omitidos del estudio tradicional del Derecho concursal. Por lo general, el estudio tradicional del Derecho concursal en los países de la comunidad iberoamericana ha sido realizado desde una perspectiva *ex post* (esto es, analizando el diseño de las instituciones concursales una vez que se produce la insolvencia), con especial énfasis en el análisis descriptivo-formal de las normas jurídicas, y sin considerar el impacto (sobre todo, *ex ante*) que el diseño de las instituciones concursales puede suponer para la mejora del bienestar colectivo. Sin embargo, hablar de Derecho concursal es hablar de deuda³. Hablar de deuda es hablar de financiación de empresas. Hablar de financiación de empresas es hablar de inversiones. Y hablar de inversiones, necesariamente, es hablar de generación de riqueza, trabajo y bienestar social.

³ Este punto lo recuerdan los profesores Mark Roe (Universidad de Harvard) y Frederick Tung (Universidad de Boston) en la primera página de su manual de Derecho concursal. Véase Mark Roe and Frederik Tung, *Bankruptcy and Corporate Reorganization: Legal and Financial Materials* (FOUNDATION PRESS, 2016), pg. 1.

A pesar de lo anterior, la doctrina concursalista tradicional no se ha ocupado, con carácter general, de estas relaciones, y, por tanto, del impacto que el Derecho concursal puede suponer en el comportamiento de los individuos y empresas, y, en última instancia, en la promoción del crecimiento económico. Si el Derecho concursal no tutela adecuadamente a los acreedores, e intentar minimizar la posible utilización oportunista del concurso por parte del deudor, el Derecho concursal puede perjudicar el acceso al crédito y, por tanto, el bienestar colectivo. Si, por el contrario, el Derecho concursal no tutela a las empresas *viabiles* que se encuentran atravesando problemas financieros, o sanciona considerablemente a los deudores, el Derecho concursal no sólo puede destruir valor (*ex post*), sino que también puede desincentivar (*ex ante*) el emprendimiento, la utilización de deuda, la asunción de riesgos o el tratamiento prematuro de una situación de insolvencia.

Por otro lado, el análisis *ex post* del Derecho concursal tradicionalmente realizado en la comunidad iberoamericana parece asumir que, como una situación de insolvencia genera, inevitablemente, unos costes directos e indirectos para el sistema, el Derecho concursal no sólo tiene que promover la satisfacción de los acreedores (*función solutoria*) y el mantenimiento de la empresa insolvente (*función conservativa*), sino que también debe sancionar a quienes hubieran ocasionado este escenario desfavorable que, se supone, genera la insolvencia (*función sancionadora*). Lógicamente, este análisis *ex post*, si se quiere, simplista del Derecho concursal no tiene en consideración los beneficios *ex ante* que, para un sistema económico, puede suponer una situación de insolvencia. Y es que, en efecto, el hecho de que exista una situación de insolvencia implica, por lo general, que han concurrido, al menos, tres factores: (i) que ha existido emprendimiento, consumo o inversión; (ii) que ha existido asunción de riesgos; y (iii) que ha existido asunción de deuda. Y estos tres elementos resultan esenciales para el desarrollo económico y el progreso social de un país. Por tanto, sancionar la insolvencia es sancionar el emprendimiento, el consumo, la inversión, la asunción de riesgos, o la asunción de deuda. Y este es, a nuestro modo de ver, el *objetivo contrario* a lo que debería promover el legislador. Ello no obsta, sin embargo, que, como será examinado, un procedimiento concursal pueda (o incluso deba) ser utilizado para sancionar, en su caso, posibles *conductas indeseables* que hubieran cometido los operadores del mercado, tengan o no relación con la generación o agravación de una situación de insolvencia. Sin embargo, estigmatizar la insolvencia, mediante la atribución de una función sancionadora al Derecho concursal, puede resultar perjudicial para la promoción del crecimiento económico.

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

Sin embargo, este análisis *ex ante* de las instituciones concursales parece haberse obviado en el estudio tradicional del Derecho concursal en la comunidad iberoamericana. Por lo general, el Derecho concursal se ha realizado desde una perspectiva *ex post*, y, además, persiguiendo unos objetivos que, en algunos casos, no sólo pueden resultar erróneos (o, cuando menos, confusos para los operadores del sistema), sino que, además, incluso pueden perjudicar el bienestar de los ciudadanos. Estos objetivos tradicionalmente asociados al Derecho concursal son: (i) la maximización del grado de satisfacción de los acreedores; (ii) la conservación de la empresa en crisis; (iii) la sanción del deudor insolvente; y (iv) el mantenimiento de la *par condicio creditorum* o principio de igualdad de trato entre los acreedores.

En primer lugar, y comenzando por la denominada *función conservativa del concurso*, se ha alegado que el legislador debe promover, a través del Derecho concursal, el mantenimiento de la empresa en crisis. Sin embargo, esta función sólo puede ser admitida en empresas económicamente viables, es decir, en empresas cuyo valor actual de sus flujos de caja resulten superiores al valor de la empresa en liquidación. No obstante, este escenario no siempre tiene lugar en una economía de mercado. En una economía de mercado, sólo están destinadas a sobrevivir aquellas empresas que puedan mejorar el bienestar de los ciudadanos mediante la facilitación de bienes o servicios que no sólo tengan la habilidad de satisfacer sus deseos o necesidad sino que, además, también resulten ofertados en mejores condiciones que sus competidores. Por tanto, el primer mito que conviene desmontar, antes de realizar cualquier análisis sobre las instituciones concursales, es que el Derecho de la insolvencia tiene por objeto el mantenimiento de la empresa insolvente. El mantenimiento de la empresa insolvente sólo será deseable cuando la empresa sea económicamente viable y, por tanto, el valor de la empresa en funcionamiento sea superior a su valor en liquidación. Sin embargo, el fundamento del mantenimiento de la empresa en estos casos no es la salvaguarda de la empresa, sino lo que, como veremos, es (o debería ser) la función única, desde una perspectiva *ex post*, del Derecho concursal: la maximización del grado de satisfacción de los acreedores. De lo contrario, el mantenimiento de empresas insolventes no sólo supondría una ineficiente asignación de unos recursos que, por definición, se presumen escasos (y cuya utilización ineficiente no sólo generaría una *destrucción de valor* para los inversores –accionistas o acreedores– que la estuvieran financiado sino, además, un *coste de oportunidad* para el sistema por la imposibilidad de utilizar esos recursos en unos usos alternativos que pudieran generar un mayor valor) sino que, además, desde una perspectiva *ex ante*, esta ineficiente asignación de los activos del deudor, traducida en un menor grado de satisfacción de los acreedores, podría perjudicar el acceso al crédito y, consecuentemente, el emprendimiento, el consumo y la inversión.

Por otro lado, la *función sancionadora* tradicionalmente asociada al Derecho concursal parece asumir que una situación de insolvencia resulta desfavorable para el sistema. En consecuencia, el deudor debe ser castigado o, cuando menos, sometido a un estricto escrutinio al que no se someten los deudores solventes. Sin embargo, tal y como ha sido examinado, una vez analizada la eficiencia del sistema desde una perspectiva global (y, por tanto, englobando eficiencia *ex ante* y eficiencia *ex post*), el hecho de que exista una situación de insolvencia debe entenderse *deseable* para el sistema, al implicar la existencia de consumo, emprendimiento, inversión, asunción de riesgos y asunción de deuda. Por tanto, esta función sancionadora tradicionalmente atribuida al Derecho concursal resulta poco acertada, en tanto que parece confundir lo que supondría castigar la insolvencia (que, en nuestra opinión, no debería merecer castigo alguno), con lo que, en su caso, supondría castigar una *serie conductas indeseables* cometidas por el deudor (o por cualquier otro operador del mercado), tengan o no relación con su posible situación de insolvencia.

Asimismo, el mantenimiento de la *par condicio creditorum* otro principio que, en nuestra opinión, si no resulta erróneo, al menos, puede resultar confuso para los operadores del mercado. Si entendemos la *par condicio creditorum* desde una perspectiva amplia, esto es, como el mantenimiento de un principio de igualdad entre *todos* los acreedores, el Derecho concursal trataría igual a los que, en ocasiones, podrán ser desiguales (por ejemplo, porque hubieran sido más diligentes, hubieran invertido en información del deudor, hubieran extendido crédito a unas condiciones menos onerosas, etc.). Por tanto, la posible supresión *ex post* de eventuales ventajas válidamente constituidas *ex ante* no sólo podría resultar perjudicial para la seguridad jurídica y el favorecimiento del acceso al crédito sino que, además, supondría tratar igual a personas desiguales (que, por cierto, es, precisamente, la definición de *injusticia* enunciada por Aristóteles). Por tanto, existen argumentos jurídicos y, de manera más poderosa, económicos que aconsejan el mantenimiento, en la medida de lo posible, de las relaciones jurídicas pre-existentes.

No obstante, la *par condicio creditorum* puede (y debe) ser entendida desde una perspectiva estricta. Por tanto, este principio de igualdad sólo se entendería aplicado entre aquellos acreedores de la misma clase o condición. Bajo esta hipótesis, aunque no siempre resulte sencillo clasificar, dentro de un mismo grupo, a unos acreedores que, incluso teniendo la misma clasificación concursal (e.g., privilegiados, ordinarios o subordinados), puedan tener particularidades distintas (e.g., un acreedor puede resultar más relevante que otro para la continuidad de la actividad del deudor, o un acreedor pudo haber otorgado su crédito en distintas condiciones de información o poder de negociación), el mantenimiento de la *par condicio creditorum* tendría mayor respaldo jurídico y económico. Por tanto, conviene ser prudentes con la utilización de la *par condicio creditorum* como principio inspirador de los procedimientos concursales, no sólo por las confusiones interpretativas que puede ocasionar a los operadores del mercado sino, muy especialmente, por los efectos perjudiciales que podrían ocasionarse como consecuencia de una interpretación amplia –y, a nuestro juicio, errónea– del principio de la *par condicio creditorum*. Por este motivo, en lugar de consagrar la *par condicio creditorum* como principio inspirador de los procedimientos concursales, en nuestra opinión, parecería más deseable que el Derecho concursal consagrara lo que, en Estados Unidos, ha pasado a denominarse el *Butner principle*, que no es más que imponer, salvo supuestos excepciones contemplados legalmente, el respeto de las relaciones jurídicas pre-existentes. De esta manera, se conseguirían los mismos efectos que con el mantenimiento de la *par condicio creditorum* entendida en sentido estricto (esto es, tratar en el concurso de manera similar a quienes tengan la misma condición fuera del concurso), pero evitando los riesgos asociados a una interpretación amplia y, a nuestro juicio, errónea del principio de igualdad de trato entre los acreedores.

Por tanto, la única función que, desde un punto de vista *ex post*, debería cumplir un moderno Derecho de la insolvencia es la maximización del grado de satisfacción de los acreedores. De esta manera, se permitiría tutelar los legítimos derechos de quienes, de buena fe, hubieran extendido crédito (u otorgado trabajo) contribuyendo de esta manera a la generación de riqueza, y, al mismo tiempo, el Derecho concursal favorecería: (i) desde un punto de vista *ex ante*, el acceso al crédito, con el consecuente beneficio para el emprendimiento, el consumo y la inversión por parte de particulares y empresas; y (ii) desde un punto de vista *ex post*, la asignación de eficiente de unos recursos que, en su uso actual, no sólo pueden resultar perjudiciales para sus financiadores (ya se trate de accionistas o, en situaciones de desbalance, acreedores), sino que, además, pueden generar un coste de oportunidad para el sistema, como consecuencia de la imposibilidad de que otras

empresas (u otros administradores) puedan utilizar esos activos y emplearnos en actividades que puedan generar una mayor grado de riqueza, trabajo y bienestar social.

En consecuencia, el estudio y diseño de las instituciones concursales en la comunidad iberoamericana parece haberse construido sobre una serie de postulados que, cuando no resultan erróneos, al menos pueden resultar confusos y, a la postre, perjudiciales para el sistema. Por este motivo, creemos que el principal fracaso del Derecho concursal en la comunidad iberoamericana es la falta de estudio de las instituciones concursales desde una perspectiva económica y, por tanto, considerando los posibles efectos *ex ante* y *ex post* que pueden generar las distintas soluciones e instituciones concursales. De esta manera, si, tal y como creeríamos deseable, el legislador pretende promover, desde una perspectiva *ex ante*, la promoción del crecimiento económico y la mejora del bienestar colectivo en la comunidad iberoamericana, debería cambiar el modo tradicional de hacer y entender el Derecho concursal. En concreto, debería promoverse, desde una perspectiva *ex post*, la *despenalización de la insolvencia* y la *solución eficiente* del concurso (con independencia de que resulte un convenio o una liquidación), así como analizar, desde una perspectiva *ex ante*, el impacto que las instituciones concursales pueden generar en el comportamiento de los individuos, exista o no una situación de insolvencia.

3. La proeza del legislador concursal español

España es uno de los países con menor tasa de concursos de acreedores por número de empresas a nivel mundial⁴. En ocasiones, se ha alegado que el escaso uso de los procedimientos concursales en España se debe a una falta de “cultura concursal” de los empresarios españoles. Sin embargo, tal y como hemos puesto de manifiesto en un reciente trabajo⁵, el escaso uso de los procedimientos concursales no creemos que se deba, por lo general, a factores sociológicos o culturales. De hecho, todo lo contrario: la minimización (*ex ante*) del riesgo de insolvencia y la reticencia (*ex post*) a la utilización del concurso por parte de deudores y acreedores españoles es la *respuesta racional* a un sistema que resulta escasamente atractivo tanto para deudores como para acreedores. En otras palabras, apartándose de los tradicionales modelos de sistema “pro-deudor” (e.g., Estados Unidos o Francia) o “pro-acreedor” (e.g., Reino Unido y Alemania), el legislador español ha conseguido algo único a nivel mundial: la creación de un sistema concursal que, al mismo tiempo, resulta “anti-deudor” y “anti-acreedor”.

A nuestro modo de ver, esta proeza del legislador español es una consecuencia de la falta de entendimiento del Derecho concursal desde una perspectiva económica, o, si se quiere, de una falta de entendimiento y análisis del impacto que el diseño del sistema concursal—exista o no una situación de insolvencia— puede suponer en el comportamiento de los individuos. Además, habida cuenta del potencial impacto del Derecho concursal en la promoción del crecimiento económico y

⁴ Para un análisis de las causas e implicaciones económicas del escaso uso del concurso de acreedores en España, véase Marco Celentani, Miguel García-Posada and Fernando Gómez, *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle*, FEDEA WORKING PAPER 2010-11 (2010), available at <http://documentos.fedea.net/pubs/dt/2010/dt-2010-11.pdf>; y Aurelio Gurrea Martínez, *The Low Use of Bankruptcy Procedures: Reasons and Implications for the Spanish Economy*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 5/2016 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2798561).

⁵ Aurelio Gurrea Martínez, *El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER SERIES 6/2016 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2798561)

la mejora del bienestar colectivo, la falta de utilización del concurso no resulta una cuestión baladí. Si la falta de utilización del concurso es motivada por una minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia, las empresas pueden tener estructuras económicas (activos) y financieras (pasivo y neto) subóptimas, que, por lo general, reflejen una falta de asunción de riesgo y una escasa utilización de deuda, lo que podrá resultar para la innovación, la financiación y la competitividad de las empresas. En consecuencia, no sólo pueden disminuir las posibilidades de financiación de las empresas sino que, desde la perspectiva de la estructura económica, también perjudicará el número de inversiones en activos intangibles, investigación, desarrollo e innovación, al resultar inversiones más arriesgadas –y, en caso de éxito, también más rentables– que otros activos no específicos como los inmuebles, la maquinaria o las mercaderías, que resultan menos rentables pero más “seguros”.

Por su parte, cuando la falta de utilización del concurso de acreedores no se debe a la minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia sino a la simple reticencia *ex post* de los procedimientos concursales una vez que se produce la insolvencia, esta circunstancia también puede resultar perjudicial para el sistema por varios sentidos. Desde una perspectiva *ex post*, si esta falta de utilización del concurso provoca el ejercicio de ejecuciones individuales o el mantenimiento en el mercado de empresas insolventes, puede provocar una destrucción de valor. Consecuentemente, no sólo se perjudicarán los derechos de los acreedores y las posibilidades de reorganizar empresas viables en situación de insolvencia sino que, desde una perspectiva *ex ante*, también se perjudicará el acceso al crédito.

No obstante, y a diferencia de lo que acontece con la minimización *ex ante* del riesgo de insolvencia (que, en todo caso, resulta perjudicial para el desarrollo económico y los progresos sociales), la escasa utilización del concurso una vez que las empresas devienen insolventes también puede deberse a factores positivos para la economía: la celebración de *acuerdos extrajudiciales* que permitan evitar los costes directos e indirectos del concurso y, por tanto, la destrucción de valor que puede generar una situación de insolvencia. Sin embargo, y a pesar de que, como ocurre en la mayor parte de países iberoamericanos, la estructura de deuda concentrada de las empresas españolas, y las estrechas y repetitivas relaciones económicas entre deudores y acreedores españoles puedan llevarnos a concluir, desde un plano teórico, que los acuerdos extrajudiciales resultan muy frecuentes en España, la escasa evidencia empírica existente en este sentido parece descartar esta hipótesis.

En nuestra opinión, la escasa utilización del concurso de acreedores resulta explicada por la tendencia natural de las empresas españolas a minimizar, desde una perspectiva *ex ante*, el riesgo de insolvencia, así como posponer y, en la medida de lo posible, evitar, la utilización del concurso una vez devienen insolventes. Asimismo, otra serie de *factores no concursales*, tradicionalmente existentes en toda la comunidad iberoamericana, también han contribuido a esta minimización *ex ante* del riesgo de concurso. Entre estos factores se encuentra el diseño de un Derecho de sociedades altamente protector de los intereses de los acreedores (que desincentiva la utilización de deuda y, en ocasiones, la salida del mercado de empresas viables que se encuentran atravesando una situación temporal de pérdidas), un Derecho de garantías altamente centrado en hipotecas (que incentiva la inversión en activos no específicos como inmuebles o existencias), y unas ineficientes prácticas de préstamo bancario basadas en la mera concesión del préstamo en función de las garantías –y no de la viabilidad– ofrecidas por el deudor. De esta manera, esta ineficiente cultura de préstamo bancario no sólo incentivará a las empresas a invertir en activos no específicos (principalmente, inmuebles y existencias que poder ofrecer como garantías), sino que, además,

puede perjudicar el sistema económico de varias formas. Por un lado, puede incentivar la concesión de préstamos a proyectos inviables (*overinvestmentproblem*). En consecuencia, contribuirá a la destrucción de valor en el sistema. Por otro lado, puede provocar que no se financien proyectos de inversión viables que puedan generar riqueza y bienestar social (*underinvestmentproblem*). En consecuencia, también contribuirá a que se destruya (en términos de coste de oportunidad) valor en el sistema. Finalmente, esta ineficiente cultura de préstamo bancario incentiva que las entidades prestatarias no vigilen, en beneficio de todos, el comportamiento y gobierno corporativo del deudor. En consecuencia, se produce una nueva externalidad en el sistema.

En el caso de los *deudores*, la falta de una *efectiva* segunda oportunidad para del deudor persona natural, la excesiva responsabilidad de administradores sociales y el estigma que provoca el “etiquetado” como deudor culpable (razonablemente asociado a fraudulento), incluso en posibles situaciones de insolvencia fortuita⁶, genera una alta aversión de los deudores españoles a los procedimientos concursales. En el caso de los *acreedores*, la situación no es mucho más favorable. Por un lado, el legislador no incentiva, inexplicablemente, la óptima solución de la insolvencia. Probablemente, por una falta de entendimiento de los fundamentos económicos del Derecho concursal, incentiva el convenio frente a la liquidación, incluso aunque se trate de empresas inviables. Por otro lado, no permite a los acreedores forzar la liquidación de empresas inviables, incluso cuando hubieran cesado en su actividad empresarial, y tampoco protege adecuadamente a los acreedores asegurados del uso oportunista, por parte del deudor, del beneficio de la paralización de ejecuciones. Además, esta pérdida de valor que puede producir para los acreedores asegurados la paralización oportunista (e ineficiente) de sus ejecuciones o, en su caso, una solución ineficiente al problema de la insolvencia, puede provocar –como, de hecho, acontece en España– que el regulador contable resulte más estricto en el diseño del sistema de pérdidas por deterioro de valor (antiguas provisiones) aplicable a los empresas y, más particularmente, a las entidades de crédito. En consecuencia, la posibilidad de incrementar las pérdidas contables y, por tanto, perjudicar los estados financieros y la solvencia de la entidad, generará una mayor aversión de los acreedores asegurados (especialmente financieros) al concurso.

Por su parte, los acreedores ordinarios tampoco se encuentran debidamente tutelados. Por un lado, existe una injustificada postergación a los acreedores ordinarios a los acreedores públicos. Por otro lado, el Derecho concursal español no permite que, si los acreedores lo desearan, tuvieran una participación activa en el procedimiento mediante la creación de un comité de acreedores. Asimismo, el Derecho español tampoco reconoce el derecho de los acreedores de forzar la liquidación de la empresa cuando prueben que el grado de satisfacción de sus créditos en el convenio resulta inferior al que obtendrían en un hipotético escenario de liquidación (cláusula conocida como el *bestinterest of creditors test*). Finalmente, la legislación concursal española tampoco respeta con rigor la denominada regla de prioridad absoluta (o *absolutepriority rule*), consistente –para el ámbito que nos concierne– en que los accionistas no puedan recibir ningún interés económico en la empresa insolvente hasta que *todos* los acreedores no hayan cobrado

⁶ Véase, en este sentido, Aurelio Gurrea Martínez, *La paradójica calificación culpable del concurso con insolvencia fortuita* (<http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/concursal/la-paradojica-calificacion-culpable-del-concurso-con-insolvencia-fortuita>). Además, el sistema no sólo permite etiquetar como culpable a posibles deudores por causas fortuitas, sino que, lo que es peor, también permite exonerar de cualquier sanción a aquellos deudores culpables (e incluso fraudulentos) que “maniobren” para que no se abra la sección de calificación. En este sentido, véase Aurelio Gurrea Martínez, *Curso de contabilidad para juristas*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 2017 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2861727), pgs. 119-120.

íntegramente sus créditos o, en su caso, hubieran renunciado voluntariamente (en todo o en parte) a la satisfacción de sus créditos en favor de los accionistas. En consecuencia, esta falta de protección de los acreedores incentiva, en buena medida, la reticencia y aversión de los acreedores españoles al concurso.

4. Conclusiones

La utilización de los procedimientos concursales en Iberoamérica resulta notablemente inferior que en otros países de nuestro entorno. En ocasiones, se ha alegado que el uso de los procedimientos de insolvencia se debe a una falta de "cultura concursal" de los empresarios de la comunidad iberoamericana, que, probablemente, no tienen la misma visión del emprendimiento, la innovación y el fracaso empresarial que los empresarios de otros países de nuestro entorno. Sin embargo, a nuestro modo de ver, la reticencia al uso de los procedimientos concursales en la comunidad iberoamericana no es producto de un fenómeno sociológico o cultural sino, más bien, de un problema institucional: el modo tradicional de ver y entender el Derecho concursal. En este sentido, la doctrina tradicional no ha analizado el Derecho concursal desde una perspectiva económica, o, si se quiere, desde el punto de vista que el diseño (ni siquiera la utilización) del sistema concursal puede suponer, desde un punto de vista *ex ante*, en el comportamiento de los individuos. Por este motivo, se han creado instituciones concursales que resultan poco atractivas para el deudor, para los acreedores, o, como ocurre en España, para ambos. Y este escaso atractivo del concurso es el que ha provocado que, en perjuicio de la economía en su conjunto, los operadores minimicen *ex ante* el riesgo de insolvencia o, en su caso, tengan reticencias al uso de los procedimientos concursales una vez que el deudor deviene insolvente.

Como ha sido examinado, esta minimización del riesgo de insolvencia y la reticencia al uso de los procedimientos concursales genera numerosas consecuencias perjudiciales para la actividad económica. En nuestra opinión, el Derecho concursal no debe ser ni "pro-deudor" ni "pro-acreedor", si esta orientación legislativa implica ser, al mismo tiempo "anti-acreedor" y "anti-deudor", respectivamente. El sistema concursal debe ser diseñado para maximizar, en la medida de lo posible, los intereses de ambos, o, en caso de favorecer los intereses del deudor o, alternativamente, de los acreedores, al menos, que no se perjudique el interés del otro, salvo que se genere un beneficio mayor para la economía en su conjunto (examinada desde un punto de vista *ex ante* y *ex post*) que justifique el sacrificio de una de las partes.

A nuestro modo de ver, este diseño legislativo que resulte beneficio del interés colectivo sólo puede ser realizado a partir de un análisis económico del Derecho concursal, o, si se quiere, a partir del análisis y la constatación de las implicaciones que, desde un punto de vista *ex post* y, sobre todo, *ex ante*, puede suponer el diseño del sistema concursal en variables esenciales para la promoción del crecimiento como el emprendimiento, la innovación, o el acceso y el coste del crédito. Por tanto, si, como entendemos que sería deseable para el sistema, el legislador pretende cambiar el comportamiento de los operadores con la finalidad de promover una cultura de emprendimiento, innovación y financiación de empresas que, en última instancia, genere un mayor grado de riqueza, trabajo y bienestar social, en primer lugar debería promover un cambio de paradigma en la forma de entender y diseñar el Derecho concursal. Y este cambio de paradigma resulta necesario que se inicie desde la academia, no sólo por la influencia que los académicos iberoamericanos han tenido tradicionalmente en el diseño y aplicación de las leyes, sino también por ser (o deber ser) la sede natural del estudio, enseñanza, investigación y, se supone, mejora del derecho vigente.

VI. Referencias bibliográficas

- Viral V. Acharya, Yakov Amihud, Lubomir Litov, *Creditor Rights and Corporate Risk-taking*, NBER WORKING PAPER SERIES (2009), available at <http://www.nber.org/papers/w15569.pdf>.
- Viral V. Acharya and Krishnamurthy Subramanian, *Bankruptcy Codes and Innovation*, 20 REVIEW OF FINANCIAL STUDIES 4949 (2009).
- Viral V. Acharya, Rangarajan K. Sundaram and Kose John, *Cross-Country Variations in Capital Structures: The Role of Bankruptcy Codes*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 25 (2011).
- Philippe Aghion, Oliver Hart and John Moore, *The Economics of Bankruptcy Reform*, in Olivier Blanchard, Kenneth Froot and Jeffrey Sachs (eds.), *THE TRANSITION IN EASTERN EUROPE* (Chicago University Press, Vol. 2, 2004, 215-244).
- Gregor Andrade and Steven N. Kaplan, *How Costly Is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed*, 53 JOURNAL OF FINANCE 1443 (1998).
- John Armour and Douglas Cumming, *Bankruptcy Law and Entrepreneurship*, 10 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 303 (2008).
- Vaughn H. Armstrong and Leigh A. Riddick, *Bankruptcy Law Differences Across Countries, Managerial Incentives and Firm Value*, WORKING PAPER (2003), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420560.
- Kenneth Ayotte, *Bankruptcy and Entrepreneurship: The Value of a Fresh Start*, 23 JOURNAL OF LAW, ECONOMICS, AND ORGANIZATION 161 (2007).
- Kenneth Ayotte and Hayong Yun, *Matching Bankruptcy Laws to Legal Environments*, 25 THE JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION 1 (2007).
- Douglas Baird, *The initiation problem in bankruptcy*, 11 INTERNATIONAL REVIEW OF LAW AND ECONOMICS 223 (1991).
- Lucian A. Bebchuk, *The Ex Ante Costs of Violating the Absolute Priority Rule*, 57 THE JOURNAL OF FINANCE 445 (2002).
- Jeremy Berkowitz and Michelle White, *Bankruptcy and Small Firms' Access to Credit*, 35 THE RAND JOURNAL OF ECONOMICS 69 (2004).
- Eli Berkovitch, Ronen Israel and Jaime Zender, *The design of bankruptcy law: A case for management bias in bankruptcy reorganizations*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUALITATIVE ANALYSIS 441 (1998).
- Marco Celentani, Miguel García-Posada and Fernando Gómez, *The Spanish Business Bankruptcy Puzzle*, FEDEA WORKING PAPER 2010-11 (2010), available at <http://documentos.fedea.net/pubs/dt/2010/dt-2010-11.pdf>.
- Stijn Claessens and Leora F. Klapper, *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, 7 AMERICAN LAW AND ECONOMICS REVIEW 253 (2005).
- Matilde Cuenca Casas, *Ley de emprendedores y exoneración de deudas o freshstart*, 31 ANUARIO DE DERECHO CONCURSAL 123 (2014).
- Sergei A. Davydenko and Julian R. Franks, *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Default in France, Germany and the UK*, 53 THE JOURNAL OF FINANCE 565 (2008).
- Simeon Djankov, Oliver Hart, Carale McLiesh and Andrei Shleifer, *Debt Enforcement around the World*, 116 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1105 (2008).
- Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, *The Regulation of Entry*, 117 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 1 (2002).

- Miguel García-Posada, *Insolvency Institutions and Efficiency: The Case of Spain*, BANCO DE ESPAÑA WORKING PAPERS 1302 (2013), available at <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosTrabajo/13/Fich/dt1302e.pdf>
- Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *Are there alternatives to bankruptcy? A study of small businesses distress in Spain*, 5 JOURNAL OF THE SPANISH ECONOMIC ASSOCIATION 287 (2014).
- Miguel García-Posada and Juan S. Mora-Sanguinetti, *Entrepreneurship and enforcement Institutions: Disaggregated evidence for Spain*, 40 EUROPEAN JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS 49 (2014).
- Aurelio Gurrea Martínez, *El ineficiente diseño de la legislación concursal española: Una propuesta de reforma a partir de la experiencia comparada y de un análisis económico del Derecho concursal*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKINGPAPER NO. 6/2016 (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2798561)
- Aurelio Gurrea Martínez, *The Low Use of Bankruptcy Procedures in Spain: Reasons and Implications*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKING PAPER NO. 5/2016 (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2783666)
- Aurelio Gurrea Martínez, *La incomprensible preferencia del convenio a la liquidación como solución del concurso de acreedores*, in Ángel Rojo/Ana Campuzano (eds.), LA LIQUIDACIÓN DE LA MASA (Civitas, 2014) (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2400128)
- Aurelio Gurrea Martínez, A., *La incomprensible vigencia de la sección de calificación en el Derecho concursal español del siglo XXI*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, WORKINGPAPER NO. 1/2016 (disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2710117)
- Aurelio Gurrea Martínez, *Curso de contabilidad para juristas*, INSTITUTO IBEROAMERICANO DE DERECHO Y FINANZAS, 2017 (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2861727).
- Oliver Hart, *Different Approaches to Bankruptcy*, NBER WORKING PAPER SERIES (2000), available at <http://www.nber.org/papers/w7921.pdf>.
- Thomas H. Jackson, *THE LOGIC AND LIMITS OF BANKRUPTCY LAW* (Harvard University Press 1986).
- Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 53 JOURNAL OF FINANCE 1131 (1997).
- Rafael La Porta, Florencio López de Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (1998).
- Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes and Andrei Shleifer, *The Economic Consequences of Legal Origins*, 46 JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE 285 (2008).
- Ross Levine, *Law, Finance, and Economic Growth*, JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 8 (1999).
- Edward R. Morrison, *Bankruptcy's Rarity: Small Business Workouts in the United States*, 5 EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW 172 (2008).
- Edward R. Morrison, *Bargaining around Bankruptcy: Small Business Distress and State Law* 38 JOURNAL OF LEGAL STUDIES 255 (2009).
- Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, 13 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 187 (1984).

- Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, 50 THE JOURNAL OF FINANCE 1421 (1995).
- Teresa Rodríguez de las Heras Ballell and Jorge Feliu Rey, *Modernization of the Law of Secured Transactions in Spain*, in Louise Gullifer and Orkun Akselli (eds.), SECURED TRANSACTIONS LAW REFORM: PRINCIPLES, POLICIES AND PRACTICES (Oxford, Hart Publishing, 2015).
- George G. Triantis and Ronald J. Daniels, *The Role of Debt in Interactive Corporate Governance*, 83 CALIFORNIA LAW REVIEW 1073 (1995).
- Jerold B. Warner, *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, 32 JOURNAL OF FINANCE 337 (1977).
- Lawrence A. Weiss, *Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims*, 27 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 285 (1990).
- Michelle J. White, *Corporate Bankruptcy as a Filtering Device: Chapter 11 Reorganizations and Out-of-Court Debt Restructuring*, 10 THE JOURNAL OF LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION 268 (1994).
- Michelle J. White, *The costs of corporate bankruptcy: A US-European comparison*, in Jagdeep S. Bhandari and Lawrence A. Weiss (eds.), CORPORATE BANKRUPTCY: ECONOMIC AND LEGAL PERSPECTIVE (Cambridge University Press, 1996, 467-500).
- Michelle White, *The Corporate Bankruptcy Decision*, 3 JOURNAL OF FINANCIAL PERSPECTIVES 129 (1989).