

**ESTUDIO SOBRE LA EVOLUCIÓN DE EMPRESAS
ESPAÑOLAS EN SITUACIÓN PRECONCURSAL**

Autora:

ANA ISABEL OJEDA MAROTO

Director del trabajo: Alfonso Andrés Rojo Ramírez

MÁSTER OFICIAL DE GESTIÓN Y ECONOMÍA DE LA EMPRESA

Septiembre 2011

Departamento: Dirección y Gestión de Empresas

Universidad de Almería

e-mail:

anisajeda@gmail.com

arojo@ual.es

AGRADECIMIENTOS:

Mi más sincero agradecimiento a mi Director de trabajo, D. Alfonso A. Rojo Ramírez por haberme dedicado su valioso tiempo y transmitido sus conocimientos, me los llevo conmigo y los valoro.

También quedo muy agradecida a todos los que me han apoyado en este reencuentro con la Universidad, profesores, familia y amigos.

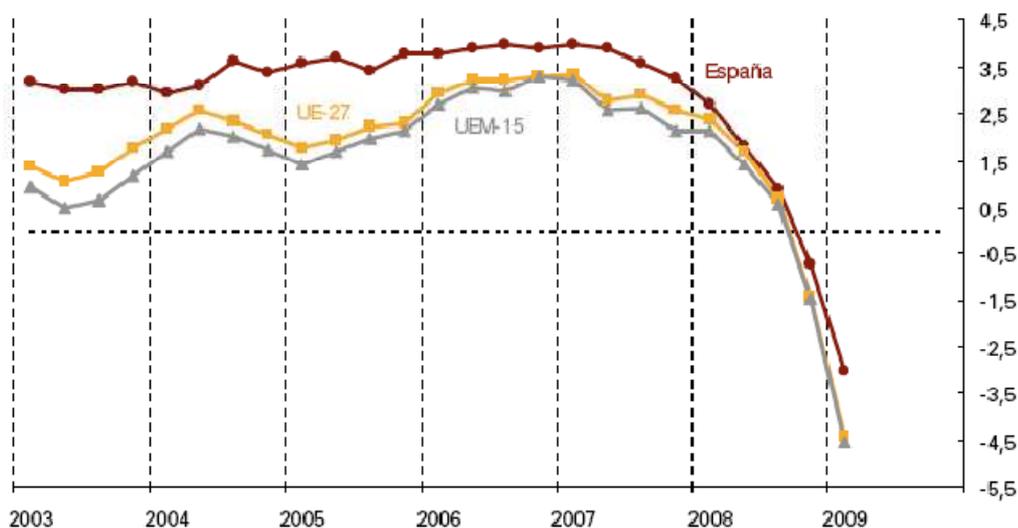
1. INTRODUCCIÓN.....	4
1.1. MARCO HISTÓRICO ACTUAL.....	4
1.2. MECANISMOS DE PROTECCIÓN.....	5
1.3. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA COMO INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN EN MOMENTOS DE CRISIS	6
1.4. OBJETO DE ESTUDIO.....	7
2. ANTECEDENTES Y MARCO JURÍDICO DE LA QUIEBRA	9
2.1. ORIGEN JURÍDICO DE LA LEY DE BANCARROTA EN LOS PAISES DE LA UE Y EEUU.....	10
2.1.1. ORIGEN JURÍDICO, DESARROLLO FINANCIERO Y DERECHOS DE LOS ACREEDORES.....	11
2.1.2. LEY DE BANCARROTA	15
2.1.3. JUSTIFICACIÓN DE LA LEY DE BANCARROTA EN EEUU.....	18
2.1.4. LOS NIVELES DE REORGANIZACIÓN DE LA UE Y DE EEUU.....	20
2.1.5. LA LEY DE BANCARROTA EUROPEA.....	22
2.1.6. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO CONCURSAL EUROPEO	23
2.1.7. CONCLUSIÓN SOBRE EL TEMA TRATADO	31
2.2. LEY CONCURSAL EN ESPAÑA.....	33
2.2.1. PROCEDIMIENTO CONCURSAL ESPAÑOL.....	33
2.2.2. FASES DEL CONCURSO DE ACREEDORES.....	36
2.2.3. PLAZOS TEMPORALES DEL PROCESO CONCURSAL.....	42
2.2.4. PACTO PREVIO.....	43
2.2.5. TIPOS DE CRÉDITOS Y PRELACIÓN EN EL COBRO.....	44
2.2.6. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE EL CONCURSO VOLUNTARIO Y EL CONCURSO NECESARIO.....	46
2.2.7. VALORACIÓN DE LA MASA ACTIVA SEGÚN LA LEY CONCURSAL.....	48
2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS	50
2.3.1. METODOS DE VALORACIÓN	51
Método más adecuado para Valorar Empresas en Quiebra.....	53
2.3.2. RIM. EL MODELO DE VALORACIÓN MIXTO.....	63
2.3.3. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA QUE SE ENCUENTRA EN SITUACIÓN CONCURSAL.....	67
2.3.4. CONSIDERACIONES DE VALORACIÓN PARA SECTORES ESPECÍFICOS.....	74
3. EL VALOR DE LA EMPRESA CONCURSADA: UNA INVESTIGACIÓN PARA EL CASO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA.....	75
3.1. FUENTE DE DATOS.....	75
3.2. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA.....	76
3.2.1. CLASIFICACIÓN POR TAMAÑO.....	77
3.2.2. CLASIFICACIÓN POR SECTOR.....	80
3.3. MODELO DE VALORACIÓN UTILIZADO.....	84
4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....	85
4.1. RESULTADOS OBTENIDOS POR SITUACIÓN	85
4.2. DISCUSIÓN	93
6. ANEXO	96
7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	97

1. INTRODUCCIÓN

1.1. MARCO HISTÓRICO ACTUAL

En los últimos años, al igual que el resto de la economía mundial, España se ha visto inmersa en una grave crisis económica, aun hoy en proceso de recuperación. Algunos autores opinan que la razón fundamental de esta situación que vive la economía nacional es la brutal burbuja inmobiliaria que vino acompañada de una no menos brutal expansión crediticia alimentada por la banca central. (Díaz, F. 2010).

Gráfico 1.1. Producto Interior Bruto. Tasa de variación interanual



Fuente INE

La caída de los precios de la vivienda en diversas economías de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) a partir de agosto de 2007 precipitó la aparición de la crisis económica mundial. Esta crisis surgió inicialmente de la ruptura del eslabón más débil de la cadena de deudas, las hipotecas “subprime” norteamericanas, pero rápidamente se vio la verdadera dimensión del problema: el desarrollo de estructuras de deudas que, desde el momento en que los activos sobrevalorados que las sustentaban comenzaron a perder valor, no se pudieron salvar. (Papeles de Europa, 2009).

Podemos pensar, en principio, que la recesión española ha derivado de los mismos procesos que en el resto del mundo, y así es en términos generales. Sin embargo, y tal como apunta Torres, J. (2009), presenta unas peculiaridades fundamentales que es necesario considerar para poder entender los problemas que sufre la economía española, entre estos factores particulares se encuentran:

- La abundancia de liquidez y el exceso de deuda;
- El imposible mantenimiento del alza de los precios de la vivienda y el subsiguiente estallido de la burbuja inmobiliaria;
- La imposibilidad de proceder al ajuste exterior cuando se ha generalizado una gran pérdida de confianza de los mercados externos;
- El incremento del desempleo y de la desigualdad entre las rentas de las familias que ha deteriorado progresivamente los mercados internos.

1.2. MECANISMOS DE PROTECCIÓN

Cuando una sociedad tiene una vida financiera activa y utiliza los distintos instrumentos financieros, que se encuentran en el mercado formando parte del sistema financiero, para poder satisfacer sus necesidades de inversión, cabe la posibilidad de que pueda asumir más deudas de las que su capacidad de endeudamiento le permite. Ésta pérdida de capacidad económica para saldar sus deudas pendientes, puede sumir a la empresa en una situación de insolvencia y llegar a la quiebra.

Con el fin de solventar esta situación los distintos países formulan normativas reguladoras y correctoras de este tipo de situaciones. En España, concretamente, rige la Ley Concursal de 2003, tanto para personas jurídicas como físicas; para éstas últimas desde el 2004.

La Ley Concursal se crea el 9 de julio del 2003, y tras su aprobación entra en vigor el 1 de septiembre de 2004, modificando la anterior Ley, que había quedado obsoleta y resultaba más compleja. Esta nueva Ley refunde todos los antiguos procedimientos en uno, único, el Concurso de Acreedores, cuyo fin último tratará de solucionar la insolvencia de un negocio.

Entre los objetivos de esta nueva Ley Concursal se encuentra, el que quizás sea el más importante, intentar mantener vivo el negocio, reflotarlo, evitando la liquidación y el embargo por parte de los acreedores, aunque algunos de éstos tengan que aplazar, aún más, sus periodos de cobro o se queden sin cobrar la totalidad de sus créditos. Trata, en definitiva, de salvaguardar el futuro de las empresas, intentando evitar su cierre, mediante la nueva herramienta legal disponible, el Concurso de Acreedores.

Durante el periodo que dura el Concurso de Acreedores se suspende el pago de los créditos pero la empresa continua con su actividad con la supervisión de un gestor externo o administrador concursal.

Al ponerse en marcha la solicitud de Concurso de Acreedores se abre un proceso que determinará si los problemas de liquidez de la empresa son transitorios o, si por el contrario, este margen de tiempo ganado durante el procedimiento puede ser suficiente para salvar su situación, por ejemplo mediante una ampliación de capital, o por el contrario, es necesario llevar a cabo la liquidación de la empresa.

La crisis actual junto con los problemas para obtener financiación por parte de las empresas ha dado lugar a un considerable aumento del número de Concursos de Acreedores en España, ya que las empresas encuentran en este procedimiento la única solución que les permite aplazar sus obligaciones de pago, reducir su deuda con los acreedores y retrasar temporalmente la ejecución del embargo.

En el año 2009 el número concursos de acreedores en España ascendió a 5.175, un 178% más que los registrados en el 2008 (2.894). Por comunidades autónomas, Cataluña, Madrid y Valencia fueron las que aglutinaron el mayor número de concursos. Los sectores de la construcción e inmobiliario representan el 34% de todos los procesos (García, 2010).

En el 2010 el número de concursos de acreedores ascendió a 5.750 según estadística del INE. El sector de la construcción supone por si solo un 22%, según datos provisionales del INE.

1.3. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA COMO INSTRUMENTO DE PROTECCIÓN EN MOMENTOS DE CRISIS

La valoración de la empresa puede realizarse voluntariamente en multitud de ocasiones a lo largo de la vida de ésta, pero es especialmente útil cuando la empresa se encuentra en una situación económico financiera deteriorada. En este sentido es conveniente realizar una valoración periódica con el fin de evitar males mayores, conociendo así la evolución del valor real de la empresa, o por lo menos un valor aproximado indicativo de su situación.

Se puede definir la valoración de la empresa como un proceso necesario para cuantificar los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencial o cualquier otra cualidad de ésta que pueda ser valorada e influya en su valor.

La cuantificación de elementos no es sencilla y la dificultad en el cálculo ofrece como resultado una estimación del valor, que no será ni único ni exacto, aunque

si muy útil, dependiendo, entre otros, del momento en que se realiza y del método de valoración utilizado.

En el caso de un Concurso de Acreedores será necesario comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros, puesto que esta situación no significa necesariamente la quiebra para la empresa, ya que a veces la insolvencia puede indicar solamente falta de liquidez, o incapacidad del negocio para atender sus pagos más inmediatos con la generación de recursos propia de su actividad, pudiendo tener en propiedad bienes suficientes para hacer frente a sus deudas, en cuanto sean realizados.

En este caso deberá realizarse una exhaustiva valoración con el fin de determinar no solo el valor de todos los activos de la empresa, sino también el valor de la empresa como negocio en marcha.

Algunos artículos de opinión, apuntan a que hoy día, la mayoría de los Concursos de acreedores, terminan con el cierre del negocio, principalmente porque las empresas deudoras esperan demasiado tiempo antes de solicitar el Concurso y cuando lo hacen, ya es demasiado tarde, la situación ya se encuentra muy deteriorada y el valor de la empresa no es suficiente para llegar a un acuerdo con los acreedores en el Concurso.

1.4. OBJETO DE ESTUDIO

Este trabajo tiene por objeto exponer la necesidad de valorar una empresa cuando se encuentra en una situación delicada, así como mostrar un modelo de valoración aplicable en este caso, con el fin de prever y evitar pérdidas de valor superiores, de cara al posible planteamiento de un posible Concurso de Acreedores.

Realizándose una valoración continua de la empresa, ésta podría adelantarse a las previsible consecuencias colaterales y finales de una situación de deterioro, entre ellas, la pérdida de valor derivada de la misma situación de incertidumbre en la que se encuentra, y no solamente, como cabría esperar, de su situación financiera. Además también podría utilizar la información revelada por la valoración para anticiparse a los acreedores, solicitando el Concurso a tiempo, lo cual podría beneficiarla, como veremos a continuación.

Por otro lado y como continuación al estudio, se han analizado los distintos métodos de valoración aplicables a la empresa en funcionamiento, decidiendo

sobre uno de ellos para su posterior implementación en una muestra de empresas españolas (Almería, Murcia), que se encuentran actualmente, tanto en situación Concursal como en situación no deteriorada.

El modelo de valoración se ha aplicado sobre las magnitudes económicas registradas por todas las empresas de la muestra en el periodo 2005-2009, con el fin de poder comparar su evolución y poder extraer una conclusión de los resultados obtenidos, bien sobre la utilidad del modelo aplicado y la representatividad de la muestra escogida con respecto al marco socio-económico actual, bien sobre la importancia de la valoración continua de la empresa como fuente de información general y como herramienta de prevención del deterioro en particular.

2. ANTECEDENTES Y MARCO JURÍDICO DE LA QUIEBRA

En el artículo de María Brouwer (2006), Reorganización en EEUU y Ley Europea sobre la Quiebra, se hace referencia al origen de la normativa relacionada con la quiebra y su evolución en ambos continentes, americano y europeo. Con **respecto** a los países europeos, se indica que, en las últimas décadas, han reformado sus normativas con el fin de aumentar la probabilidad de que una empresa en quiebra continúe con su actividad, en contraposición a los procedimientos de liquidación. Se plantean, pues, procedimientos de reorganización, mediante la inyección de nuevos capitales, ya que preservan el valor de la empresa. Por eso es necesaria la valoración previa de la empresa, y si los acreedores van a ser lo principales beneficiarios de la reorganización, deben desempeñar un papel crucial en estos procesos.

La Ley sobre la quiebra de las sociedades establece las normas para liquidar una empresa o reestructurar su deuda mediante una reorganización. En los EEUU existen un mayor porcentaje de procedimientos de reorganización de empresas en situación concursal que en los países europeos. El motivo podría derivarse de las diferencias en sus legislaciones.

En EEUU el procedimiento concursal considera al deudor como amistoso a diferencia de otros países que mantienen posturas más restrictivas con respecto al deudor. Aunque, más importante que la dureza o suavidad de los códigos hacia los deudores, es la eficiencia de los procedimientos de quiebra. La reorganización siempre debe primar a la liquidación.

La autora comienza por analizar las diferencias entre las legislaciones de Derecho Común y Civil, discutiéndose los efectos de éste origen legal sobre los derechos de los acreedores. Además también se analizan los procedimientos concursales en EEUU, y los compara con los países europeos. Así mismo, se comentan los recientes cambios en la legislación sobre quiebra en el Reino Unido, los Países Bajos, Francia y Alemania con el fin de averiguar si este tipo de normativa se mueve hacia un modelo común.

2.1. ORIGEN JURÍDICO DE LA LEY DE BANCARROTA EN LOS PAISES DE LA UE Y EEUU.

La literatura legal y financiera han analizado los efectos de los diferentes orígenes jurídicos, especialmente del Derecho Civil y del Común, en los resultados económicos.

El **Derecho Común** es de origen inglés y prevalece, aun hoy, en los países y ex colonias inglesas. En este tipo de sistemas, el juez tiene un alto grado de discrecionalidad, criterio o potestad. Él puede hacer cualquier cosa que no ha sido explícitamente prohibida, siempre que sus juicios sean razonables y acordes con la regla precedente. El Derecho Común evoluciona gradualmente a través de las decisiones tomadas en los conflictos específicos y las resoluciones de los jueces pueden fijar la pauta para futuras decisiones judiciales creando jurisprudencia, siempre y cuando sean apoyadas por tribunales superiores.

El **Derecho Civil** es el otro sistema jurídico más extendido que depende de estatutos legales y multitud de códigos, y por tanto menos flexible. En los sistemas de Derecho Civil el legislador quiere establecer normas para tantas situaciones como sea posible. El juez sólo puede usar su propio criterio si el legislador, o ha pasado por alto el problema, o lo dejó deliberadamente abierto a los tribunales (Bütter, 2002).

Los Códigos civiles proceden del Código francés de Napoleón de 1804. La Revolución Francesa creó el deseo de sustituir el sistema legal fragmentado que prevalecía hasta ese momento por un sistema legal uniforme. El Código de Napoleón abolió los derechos feudales y ofreció la igualdad legal a todo el mundo, excepto a las mujeres casadas. Se impuso en los territorios sometidos durante el gobierno de Napoleón, adoptándolo voluntariamente con posterioridad.

El Código Civil francés también tuvo una influencia fundamental sobre el Código Civil holandés (Burgerlijk Wetboek) de 1838. En Holanda, hubo varios intentos de escribir una nueva Ley de Derecho Civil que fracasaron, pues las propuestas fueron rechazadas por el Parlamento (Meijer y Meijer, 2002). El país adoptó el Código Civil francés, pues constituye un sistema jurídico coherente y aceptable para amplios grupos sociales.

Los Estados de la Confederación del Rin también adoptaron el Código francés con el fin de acabar con el estancamiento existente en Alemania entre los intereses de la aristocracia y de la burguesía (Weinacht, 2002). El Derecho Civil alemán de 1896 se considera una rama del Código Civil, pero se constituye como una clase aparte debido a sus diferencias con el Código Civil francés. La

Ley en los países escandinavos también se considera diferente de la de los países con Derecho Común y Civil.

El origen legal, por lo tanto, divide a los países en cuatro grupos: los países con Derecho Común y los países con Derecho Civil francés y alemán, y los países con Derecho escandinavo.

Los países que se independizaron de otros podían, o bien escribir nuevas leyes partiendo de cero o bien adoptar Códigos extranjeros. Este último procedimiento fue preferible por ser más práctico y contar con principios jurídicos arraigados. Por este motivo, muchas de las antiguas colonias han adoptado los códigos legales de sus antiguos gobernantes, como por ejemplo Australia, Canadá, Estados Unidos, India y Nigeria que han adoptado el sistema de Derecho Común Inglés. Argentina, España, Italia, Bélgica, México y Portugal son algunos ejemplos de países que han adoptado el Código Civil francés. Japón, China y Suiza son los países con sistemas jurídicos de origen alemán (La Porta et al., 1998).

Los Códigos difieren entre sí; el Código Civil francés, coloca al Estado por encima de los tribunales relegando a los jueces a un papel secundario, casi burocrático (Dawson, 1968). En Inglaterra, por el contrario, la Ley está por encima de la corona, lo que en su día ya limitó la capacidad del monarca para alterar los derechos de propiedad y la concesión de derechos de monopolio (Beck y Levine, 2004, 12). Por otra parte, un sistema de Derecho Común se supone que es más abierto a la discusión y a las interpretaciones jurídicas que un sistema dominado por el estado.

2.1.1. ORIGEN JURÍDICO, DESARROLLO FINANCIERO Y DERECHOS DE LOS ACREEDORES.

2.1.1.1. Desarrollo financiero

Los investigadores sobre Derecho y Finanzas sostienen que los países con Derecho Común tienen mejor disposición para el desarrollo económico debido a la mayor autonomía que ostenta el poder judicial y el menor formalismo procesal (Beck y Levine, 2004, 9). Se han encontrado evidencias que apoyan la hipótesis de que los países con Derecho Común son económicamente más desarrollados que los países con Derecho Civil (francés), ya que estos últimos tienen los mercados de valores más pequeños, los mercados de oferta pública menos activos y

menores niveles de crédito bancario con respecto al PIB, que los primeros (La Porta et al, 1997.).

Como excepción al grupo de países con Derecho Civil francés, se encuentran los Países Bajos, que mantienen un mercado de capitales y de deuda bastante desarrollado. En los Países Bajos la financiación de la deuda externa es tan importante como la financiación de capital, predominando la primera, como es característico de los países con Derecho Civil.

La financiación de la deuda es especialmente importante en Alemania, 9 veces superior a la financiación de capital, y en Japón. Esto no ocurre en los países con Derecho Común, donde la financiación de la deuda y capital son casi igual de importantes. La Tabla 2.1 resume los datos de los cinco países estudiados en este artículo.

Tabla 2.1 Porcentaje de Financiación externa con respecto al PIB de 5 países:

	Minority equity finance A (financiación de capital)	Debt finance B (financiación deuda)
United States	0,58	0,81
United Kingdom	1,0	1,13
Netherlands	0,52	1,18
France	0,23	0,96
Germany	0,13	1,12

Fuente: María Brouwer (2006, ..)

A. Relación entre el stock de capitales del mercado de valores en poder de las minorías y el PIB de 1994.

B. Relación entre la deuda bancaria del sector privado + los bonos no financieros en circulación y el PIB de 1994.

2.1.1.2. Derechos de los acreedores

Este artículo examina, mediante un análisis comparativo entre una serie de países, los efectos de los derechos de los inversores externos a la empresa (accionistas y acreedores) sobre el desarrollo financiero. La Porta y otros (1998) y Beck y Levine (2004) encontraron que los derechos de los accionistas están más desarrollados en los países con Derecho Común que en los países con Derecho Civil, ya que estos últimos tienen normas y requisitos sobre responsabilidad y divulgación de información por parte de los administradores hacia los accionistas, mucho más débiles. Por este motivo, si los derechos de los accionistas son más débiles en los países con Derecho Civil, podría explicar el menor desarrollo relativo de la financiación de capital.

Por otro lado, La Porta y otros (1998), definen los derechos de los acreedores como la incapacidad de gestión de los administradores, que cuentan con información privilegiada, para buscar protección contra las reclamaciones de los acreedores en los procedimientos de bancarrota.

Estos autores investigaron como, en un procedimiento de bancarrota, predominaban los derechos de los acreedores en cuatro casos:

1. La presentación de una petición de reorganización no implica una suspensión automática de los activos de la empresa, por lo que los acreedores garantizados todavía pueden conseguir la propiedad de los activos.
2. Los acreedores garantizados ocuparon el primer lugar en la distribución de los ingresos resultantes de la enajenación de los bienes de una empresa en quiebra.
3. Los acreedores pueden decidir si una petición de reorganización debe ser presentada (y no administradores).
4. Los administradores o gerentes se sustituyen durante el proceso de reorganización.

Encontraron, pues, que la protección de los acreedores era el doble en los países con tradición en Derecho Común que en países con origen jurídico francés. Los países con origen jurídico alemán se encontraban en medio, ostentando los acreedores garantizados la mejor posición, la más fuerte, ya que siempre cobran primero.

La gran mayoría de los países con Derecho Común también se adhirieron a este principio, con excepción de Sri Lanka y Nueva Zelanda. Por el contrario solo en 2/3 partes de los países con origen en Derecho Civil los

acreedores garantizados cobran por 1ª vez, por ejemplo en Francia, Grecia y en varios países de América Latina solamente cobran después de que el Estado y/o los empleados de la empresa sean compensados. Por tanto el origen legal marca la diferencia.

Con respecto a los EEUU, en este punto se desvían del patrón de los países con Derecho Común, como se demuestra en la Tabla 2.2.

Tabla 2.2 Derechos de los acreedores en 5 países.

	Sin suspensión automática	Los acreedores garantizados cobran 1º	Necesario el consentimiento del acreedor para la reorganización	Se sustituye la administración
USA	0	1	0	0
UK	1	1	1	1
France	0	0	0	0
Holanda	0	1	1	0
Alemania	1	1	1	1

Fuente: María Brouwer (2006, ..)

En el caso de los EEUU, tienen suspensión automática, no es necesario el consentimiento de los acreedores para solicitar el Concurso preventivo (reorganización) y los administradores, por lo general se quedan. El único derecho del acreedor garantizado que prevalece es la prioridad en el cobro. El perfil de EEUU difiere de las prácticas del Reino Unido y de Alemania, donde los 4 casos de derechos de los acreedores son respetados.

Más importante aún, es que sólo la Ley de Bancarrota de EEUU cuenta con la figura del DIP “debtor in posesión”¹ (deudor en posesión), lo que implica la continuidad del administrador en el control de la empresa en un procedimiento de reorganización.

¹ Una sociedad que operando su negocio bajo un procedimiento de bancarrota del Capítulo 11 es un deudor en posesión.

2.1.2. LEY DE BANCARROTA

2.1.2.1. Objetivos de la Ley de bancarrota

Esta Ley es el medio para que los acreedores puedan resolver en conjunto sus reclamaciones mediante la liquidación de los bienes del deudor o llegar a un acuerdo mediante un plan de insolvencia o de reorganización. Sin embargo, los acreedores generalmente no son un grupo homogéneo, ya que algunos acreedores tienen más derechos que otros y los créditos de los acreedores prioritarios (o privilegiados) están por encima de los de los acreedores en general (u ordinarios). A los acreedores garantizados, que tienen una hipoteca o un derecho de retención sobre un bien u otra cosa (pignoración), se les suele pagar antes que a otros acreedores.

La ley de bancarrota tiene dos objetivos generales:

1º Lograr una evaluación ordenada de los créditos. Como los administradores de la empresa podrían extraer algunos activos de ésta (transferencia fraudulenta) o conseguir ilegalmente ventaja de un acreedor a expensas de otro (acciones anulables), la Ley de bancarrota, con el fin de proteger a los acreedores, independientemente del origen legal.

2º Maximización del valor de la empresa y de sus activos.

Con respecto a la Ley de bancarrota se plantean las siguientes dudas, con respecto a si los derechos de los acreedores les benefician realmente. ¿Estarán mejor los acreedores si se destituyen a los administradores de la empresa?, ¿la ausencia de una suspensión automática beneficia siempre al conjunto de acreedores?. En el caso de los acreedores garantizados ¿podrán siempre disponer de inmediato de los activos? Todos estos derechos de los acreedores descartan la reorganización de la empresa, dañándose a sí mismos, ya que las empresas pueden tener mayor valor con reorganización que en el caso de liquidación.

Los investigadores descubrieron que, de hecho, la reorganización aumenta el valor de la empresa por encima de su valor en caso de liquidación.

En los EEUU, las empresas reorganizadas perdieron menos valor con anterioridad a la bancarrota que las sociedades finalmente liquidadas.

2.1.2.2. Procedimientos en bancarrota.

Cuando una empresa se encuentra en bancarrota no tiene que ser disuelta la venta de sus activos en subasta, por separado o en conjunto como un negocio en marcha. La empresa también puede continuar con su actividad después del proceso de reorganización.

Algunas leyes sobre bancarrota posibilitan la reorganización de la empresa, dándole una nueva estructura de capital. El Capítulo 11 de la Ley de 1978 de Bancarrota de EEUU es una de las regulaciones más conocida de este tipo, estipulando que una empresa debe mantenerse intacta, si es más valioso en su conjunto que en las piezas. Por lo tanto, una empresa se debe vender como un negocio en marcha o bien continuar con su actividad, si su valor es superior a si se vende por partes.

Esto se aplica particularmente a las empresas cuyas inversiones son irrecuperables, como por ejemplo, los ferrocarriles americanos del siglo XIX, cuyas vías sólo tienen valor si forman parte de una toda una red viaria; las modernas inversiones en telecomunicaciones o redes eléctricas. Los activos irrecuperables sólo recuperan su valor como chatarra, si se separan de la red y se venden por partes.

La reorganización también puede ser una solución para una empresa en bancarrota, si su capital humano se considera especialmente valioso, por ejemplo las empresas de alta tecnología donde el capital humano puede considerarse un coste irrecuperable si no es fácilmente recuperable en el mercado laboral (Baird y Rasmussen, 2001).

En definitiva, el Capítulo 11 es un capítulo de la Ley de Bancarrota de EEUU, que formula el procedimiento reorganización para todas las empresas, ya sean organizadas como una sociedad o como empresa unipersonal y para las personas físicas, aunque es más utilizada por las personas jurídicas. Por el contrario, el Capítulo 7 regula el proceso de liquidación en la bancarrota, mientras que el Capítulo 13 regula el proceso de reorganización para los particulares.

Los tipos de quiebra son muy diferentes entre los distintos países.

La reorganización es el procedimiento de bancarrota más utilizado por las empresas publicas en EEUU (Gilson, 2001, 23). En torno a 25% de todas las solicitudes de bancarrota en EEUU se corresponde con casos de reorganización (capítulo 11), si finalmente se confirman un 20% de los casos, concluimos que el 5% de todos los casos de bancarrota en EEUU se resuelve mediante reorganización.

Las cifras europeas son considerablemente más bajas.

En Holanda, alrededor del 7% de todas las empresas insolventes son por reorganización (aplazamiento), pero solo el 2% son en realidad reorganizadas (Boot y Ligterink, 2000).

Un gran porcentaje de las peticiones de reorganización se retiran inmediatamente después de la presentación, principalmente porque las empresas entran en procedimientos de liquidación.

La presentación de la petición de reorganización envía una señal a los acreedores de que la compañía está en peligro, entonces los acreedores garantizados se apresuran a recuperar sus créditos, ya que la empresa se encuentra en una situación financiera grave y no hay suspensión automática.

En Francia, el número de reorganizaciones se aproxima a la estadística holandesa, ya que aproximadamente el 2,5% de las bancarrotas francesas finalizan en reorganización (Kaiser, 1996, 82).

En Alemania, la reorganización se solicitó en sólo un 0,39% de todos los casos de bancarrota en el período 1985-1992 (Kaiser, 1996, 73).

En el Reino Unido la reorganización en la empresa se produce principalmente, si se enmarca en un CVA (Acuerdo Voluntario de reorganización). Alrededor del 75% de las empresas que inician un procedimiento de CVA sobreviven. No obstante, estos acuerdos no son muy comunes y constituyen solo el 2% de todos los procedimientos de bancarrota ingleses (Kaiser, 1996, 82).

Podríamos, por lo tanto, llegar a la conclusión de que los casos de reorganización en la UE son menores que en los EEUU.

2.1.3. JUSTIFICACIÓN DE LA LEY DE BANCARROTA EN EEUU.

La mayoría de las razones por las cuales en la UE el número de reorganizaciones es inferior a los EEUU se basa en los distintos puntos de vista sobre la bancarrota/quiebra que existen a ambos lados del Atlántico.

En los países de la UE se considera la quiebra como el resultado de fallos que podrían haberse evitado o que eran previsibles. Por el contrario en EEUU, a pesar del fracaso concurrido no se descartan futuros éxitos de la gestión de la empresa. La Ley de Bancarrota en EEUU, se considera normalmente favorable para los deudores, básicamente por el “principio de descarga” que permite a las personas, en caso de quiebra personal, comenzar de nuevo.

El derecho de descarga fue novedoso cuando ven la luz las primeras regulaciones sobre bancarrota en EEUU, causando un gran cambio en la percepción social, moral y económica de la bancarrota y del crédito, allanando el camino para la solicitud de quiebra voluntaria (Weisberg, 1986, 30).

Los procedimientos de quiebra detallados en el Capítulo 11 de la Ley pueden iniciarse bien por la administración de la empresa (quiebra voluntaria) o bien por los acreedores (involuntaria), estas últimas se relacionan, en su mayoría, con el Capítulo 7, que trata de la liquidación (Block-Lieb, 1991).

Por tanto, se podría argumentar que la petición voluntaria podría favorecer la reorganización/reestructuración de la empresa, siempre y cuando el valor de ésta no hubiera bajado tanto como para no poder ser rescatada. Por otro lado los gestores de la empresa deben permanecer en la reorganización, si su capital humano añade valor a la empresa, ya que si se nombra a un administrador externo, podría reducir su valor.

Otra característica de los procedimientos de reorganización en EEUU es “la revocación de la regla de prioridad absoluta”. La regla de la prioridad absoluta implica que los créditos acreedores Senior deben ser satisfechos antes de los Junior (sin garantía), que a su vez son prioritarios a los de los accionistas.

Esta regla se distorsiona cuando a los propietarios de la empresa se les permite participar en el procedimiento de reorganización, siempre y cuando, se estime que el valor de su capital humano supere el valor de su patrimonio (Baird y Rasmussen, 2001).

La reversión de la regla podría venir acompañada de una inyección de nuevos capitales aportados por los accionistas más antiguos; a menudo es la única posibilidad para que la empresa tenga un nuevo comienzo (Baird, 2001, 201).

Los titulares de acciones más antiguas pueden permitirse recuperar en la reestructuración parte de los valores pre-petición de sus créditos, cuando proporcionan capital nuevo según la inversión de la regla de prioridad absoluta (Beranek, Boehmer y Smith, 1996). Las nuevas aportaciones de capital siempre tienen prioridad sobre el capital más antiguo en los casos del capítulo 11, ya que van destinadas a la supervivencia de la empresa. La inversión de la regla de prioridad absoluta reflejada en Ley de Bancarrota en EEUU, es una solución amistosa que beneficia al deudor.

Clasificación de los créditos

En el procedimiento de bancarrota de EEUU todas las demandas e intereses se clasifican, aunque no siguen una regla estricta:

- Acreedores garantizados
- Acreedores no garantizados
- Acreedores prioritarios
- Accionistas

Para aceptar el plan de reorganización cada clase necesita la mayoría de votos, que representaría 2/3 de la reclamación.

Además, esta Ley diferencia entre clase deteriorada y no deteriorada.

Una clase se considera no deteriorada (no afectada), si no pierde ningún derecho del pre-concurso en el concurso. Los acreedores cuyos créditos sean reintegrados en las mismas condiciones previas a la quiebra no se consideran deteriorados.

Un plan de reorganización se acepta, si todas las clases de deterioro votan a favor. Si una clase rechaza el plan (deteriorada o no), vuelve a funcionar la regla de la prioridad absoluta (Baird, 2001, 209).

Podríamos decir que la reorganización preserva más valor a la empresa que la liquidación, lo cual beneficia a los acreedores.

En los procedimientos de reorganización en EEUU, el poder de voto descansa sobre las clases deterioradas, principalmente los acreedores no garantizados. Podríamos, por lo tanto, sostener que la mayor incidencia de casos de

reorganización de EEUU no se puede atribuir a los derechos del acreedor débil, puesto que los acreedores sólo aceptarán un plan de reorganización, si esto sirve a sus intereses.

Por otro lado algunos investigadores apuntan a que la continuación de las grandes empresas bajo la misma dirección cada vez es más inusual (Baird y Rasmussen, 2003).

2.1.4. LOS NIVELES DE REORGANIZACIÓN DE LA UE Y DE EEUU.

Es de esperar que la lógica económica de los costes irrecuperables pueda obligar a todas las empresas que tienen más valor como negocio en marcha a sobrevivir intactos. Hay algunos indicios de que este es el caso

El número de empresas que sobreviven a la bancarrota no difiere demasiado entre los países, sólo el método de supervivencia es diferente.

- En EEUU el método más común para que las empresas sobrevivan es la reorganización.
- En Inglaterra prevalece el procedimiento de liquidación.
- Suecia tiene un sistema de subastas obligatorias para las empresas en dificultades.
- En Alemania, el método más común son los acuerdos informales.
- En Holanda, muchas empresas que se declaran en quiebra reinician su actividad después de dar a conocer, que un tercero/s han comprado sus activos (Couwenberg, 1997).

En definitiva, en las quiebras de la UE existe un menor resultado de reorganización, ya que prevalecen otros procedimientos.

La reorganización es el método más eficiente para reiniciar una empresa, siempre y cuando se le reconozca mayor valor a la empresa. Además requiere que ninguna de las partes pueda embargar bienes o utilizar otro sistema que pueda llevar a la empresa al cierre.

En la UE, la ausencia de la suspensión automática y de fuertes derechos de los acreedores garantizados o prioritarios son algunas de las razones de los escasos casos de reorganización formal dentro de los países componentes.

No obstante, la fuerte posición de algunos reclamantes puede dañar a los demás. Las reclamaciones sin garantía son a menudo inútiles en la liquidación

y se pueden recuperar mejor en la reorganización. Es el caso de los procedimientos de liquidación ingleses en los que los créditos de los acreedores no garantizados suelen ser eliminados completamente (Franks, Nyborg y Torous, 1996, 95). Otros estudios, indican que el porcentaje de recuperación de los créditos no garantizados o de proveedores en la UE, Francia un 5% y Holanda 2% (Robert, 1994), es inferior a EEUU, 20% (Baird, 2001, 82).

Un estudio de Arizona y en un distrito de Nueva York sobre casos de reorganización de acuerdo con la regulación estadounidense (Capítulo 11) mostró tasas de recuperación de los acreedores no garantizados del 40%, mientras que en el 95% de los casos de liquidación no recibieron nada. (Bris, Welch, y Zhu, 2004, 15).

Según otro estudio realizado, (Kaiser, 1996, 82), esto también ocurre en Alemania, donde los acreedores no garantizados indemnizados fueron un 50% en los casos de reorganización y solo un 4% en los casos de liquidación.

Podríamos deducir de estas cifras que la escasez de la reorganización en Europa daña en mayor medida a acreedores sin garantía, y no se elige porque se prefiere adoptar otras medidas más rápidas. Los códigos ingleses, sueco y finlandés (antes de 1994) están todos a favor de una venta rápida de las empresas en quiebra, en franca diferencia con las normas del Capítulo 11, que permite al administrador correspondiente 120 días para preparar un plan de reorganización, después de este periodo, el deudor pasa a un segundo plano y son los acreedores los que pueden presentar sus propios planes.

El plan de reorganización debe ser aceptado dentro de los 180 días de la presentación de la petición, no obstante, en la mayoría de los casos se alarga más allá.

Los procedimientos de liquidación suelen ser aún más lentos que la reorganización (Bris, Welch, y Zhu, 2004). En los Países Bajos en un 45% de los casos los procedimientos de liquidación tardan unos 3 años (Boot y Ligterink 2000, 24). En Alemania el tiempo medio de permanencia en liquidación obligatoria es de 27,5 meses (Frank, Nyborg, y Torous, 1996, 90). Esto excede el tiempo medio en los casos del capítulo 11, que ascendieron a 27 meses (Franks y Torous, 1994).

2.1.5. LA LEY DE BANCARROTA EUROPEA

La ley de bancarrota no sería necesaria si cada acreedor pudiera estar totalmente informado sobre la situación financiera futura del deudor desde la firma del contrato de deuda con este. Esta incertidumbre se ve compensada con la posibilidad de recuperación de un procedimiento de quiebra. Una Ley de bancarrota óptima permitiría la realización del valor máximo de la empresa con el menor coste posible.

Un procedimiento de quiebra óptimo sería iniciar el concurso en el momento adecuado y llevar a cabo el proceso sin retrasos indebidos. Por tanto, un inicio y ejecución oportunos por cualquiera de los procedimientos, liquidación o reorganización, es primordial. Como los acreedores no pueden tener una idea clara de la situación financiera real de una empresa, sería preferible, que el deudor iniciara de forma voluntaria la quiebra a fin de salvaguardar, en mayor medida, el valor de la empresa, puesto que cuanto más se alargue el inicio mayor será la pérdida de valor soportada.

Concurso Involuntario

En Europa la norma es el concurso involuntario, iniciado por el acreedor, lo cual contrasta con las prácticas de EEUU, donde más del 90% de las quiebras de empresas son de carácter voluntario, iniciadas por el deudor (Baird, 1991), ya que el concurso involuntario puede llegar demasiado tarde.

No obstante, el deudor intenta continuar con la empresa el mayor tiempo posible para su propio beneficio o el de sus empleados y ocultar la verdadera situación financiera de la empresa a los acreedores. Esto ocurre, sobre todo, si los gerentes son destituidos durante el procedimiento.

La mayoría de las leyes de bancarrota europeas establecen que sólo el deudor puede presentar peticiones de reorganización. Sin embargo no se le permite al gestor de la empresa permanecer en esta, en contraste con EEUU donde mantienen el control en la mitad de los casos de reorganización (Frank, Nyborg, y Torous, 1996, 89). En EEUU el deudor sigue con la gestión y además tiene el derecho a redactar un primer plan de reorganización. Por el contrario, a la gestión europea, generalmente no se le permite proponer un plan de rescate, siendo un tribunal el que nombra un administrador concursal o un representante designado por el acreedor principal.

Otra diferencia entre los EEUU y la UE implica que muchos códigos europeos carecen de la suspensión automática, los acreedores garantizados pueden, por tanto, ejercer sus derechos tanto en los procedimientos de liquidación como reorganización. Otra diferencia consiste en la derogación de los contratos de trabajo, que no está permitido en algunos códigos de reorganización de Europa. Francia y los Países Bajos son ejemplos de ello. Además la reorganización requiere de nuevo capital, prioritario, al capital antiguo, y esto no estaba permitido en muchos reglamentos de la UE.

2.1.6. LA EVOLUCIÓN DEL DERECHO CONCURSAL EUROPEO

En las últimas décadas, la legislación europea sobre quiebra, se ha modificado con el fin de fomentar la reorganización y preservar el valor de la empresa. Sin embargo, la práctica europea todavía difiere de la práctica de EEUU, debido a la ausencia del deudor al frente de la gestión/dirección. En la UE, en la mayoría de los casos de reorganización la responsabilidad de la dirección es entregada a un administrador judicial/concursal.

La legislación europea está destinada a proteger los intereses de los acreedores antes que preservar el valor de la empresa. En Europa la norma no es utilizar la reestructuración como negociación o procedimiento consensuado. (Tilley, 2005). Por este motivo, en los casos de reorganización europeos, la financiación posterior a la petición está, en gran medida, ausente. Las empresas tienen que depender de la financiación derivada del flujo de caja, propio de la actividad, y se ven obligados a realizar recortes empresariales con el fin de generar efectivo en caso de quiebra (Tilley, 2005).

A continuación se detallan las modificaciones de la legislación concursal realizada en algunos países europeos.

2.1.6.1. Los Países Bajos. Holanda.

En Holanda, el procedimiento de quiebra se inicia normalmente cuando los acreedores solicitan las peticiones de liquidación porque el deudor no cumple con sus obligaciones. No obstante, la reorganización, aplazamiento, reestructuración, ha figurado durante mucho tiempo en la ley concursal holandesa de 1893, aunque no prevé la suspensión automática en este caso, por lo que los acreedores garantizados y los privilegiados/prioritarios mantienen sus derechos. La dirección de la empresa debía de transmitir el control de ésta al administrador concursal

designado por el tribunal, que podía realizar un plan de reorganización, en colaboración con la dirección.

Para que las peticiones de reorganización sean aceptadas son necesarias 3/4 de los votos acreedores presentes en la reunión, en representación de al menos 2/3 de la deuda.

Los bancos holandeses a menudo intentan llegar a un acuerdo informal, cuando la empresa entra en una situación desesperada. Sin embargo, el vencimiento de estos acuerdos informales puede ser corto, si la agencia tributaria, como reclamante, hace uso de su derecho de confiscación de algunos activos. Por otra parte, los acreedores buscan formulas en sus contratos para evadir las reclamaciones fiscales de los activos (confiscación). Sin embargo, estos actos pueden llevar al cierre inmediato de la empresa en procedimiento concursal.

Otro impedimento para el éxito de la reorganización en Holanda, es la imposibilidad de poner fin a los contratos de trabajo en la reorganización, mientras que en la liquidación finalizan automáticamente.

Una revisión de 1992 de la ley concursal holandesa permitió un periodo de reflexión o negociación de un mes a todos los acreedores, tanto en los procedimientos de liquidación como en los de reorganización. No obstante, el fisco holandés mantuvo su derecho especial de recurrir a todos los bienes muebles que se declararan por el deudor, aunque los activos permanecen en la empresa durante este periodo de negociación. Según el Código de 1992 los nuevos capitales tienen prioridad sobre los antiguos.

Durante el 200/2001 se han propuesto al Parlamento otras enmiendas a la Ley, aun no aceptadas, como el alargamiento del período de reflexión o negociación a un máximo de cuatro meses y la necesidad de planes colectivos de despido para los empleados (ERE).

Cada petición de reorganización debe ir acompañada de un plan de saneamiento o de necesidades y debe entregarse dentro de los 21 días posteriores a la petición. En 28 días el tribunal concursal tiene que decidir la aceptación de cada petición, solo si la considera factible. Esto difiere de la práctica, ya que los tribunales conceden automáticamente una petición de reorganización, si la mayoría cualificada de los acreedores acepta la petición.

Tras la revisión de la Ley, la gerencia de la empresa puede permanecer, pero tiene que aceptar las instrucciones de un administrador nombrado por el tribunal.

También se sugiere que los servicios públicos como por ejemplo las empresas de electricidad podrían verse obligadas a seguir suministrando su producto o servicio en la reorganización. Igual ocurrió con otros proveedores, cuya cooperación se consideró esencial para la supervivencia de la empresa. Sus servicios deben ser pagados en efectivo, o estar el cobro asegurado.

Las modificaciones propuestas también incluyen la aceptación de un plan de reorganización por mayoría común de los miembros de un comité general de acreedores presentes en la reunión. Esto difiere de la mayoría de 2/3 que se requiere ahora.

El “cramdown”² o salvataje o salvamento de la empresa también fue mencionado en las enmiendas de la ley concursal holandesa. El tribunal sólo debe hacer cumplir un “cramdown”, si los acreedores que votaron en contra del plan no estuvieran en peor situación que en la liquidación.

Podríamos concluir que las modificaciones propuestas a la ley concursal holandesa, en algunos aspectos son similares al Capítulo 11 de la Ley de EEUU, como por ejemplo la ampliación del periodo preventivo/negociación.

Sin embargo, también se propusieron otras modificaciones menos similares como la introducción por parte del tribunal de una prueba preliminar de viabilidad del plan de reorganización, con el fin de eliminar los intentos de reorganización no viables.

En las enmiendas propuestas no se menciona a los accionistas, ni en el caso de una inyección de capital ni en el caso de la reversión de la regla de prioridad absoluta. Esto puede explicarse por la falta de financiación de capital exterior, sobre todo en pequeñas empresas holandesas. Cabía la posibilidad de una inyección de capital procedente de préstamos

² “cramdown”: es un mecanismo de rescate de la empresa, que en manos de sus propietarios ya ha fracasado como tal y también en su intento por obtener un Acuerdo con sus acreedores. De este modo se trata de evitar la quiebra mediante la aparición de un "tercero" que, interesado en "adquirir" la misma, esté dispuesto a salvarla (también se traduce por salvataje). Se trata de salvar la empresa y no a sus propietarios, que deben ceder obligatoriamente sus acciones o cuotas sociales, si el tercero obtiene el acuerdo con sus acreedores y el juez así resuelve.

bancarios, sin embargo, los bancos se opusieron a la propuesta de ampliación del periodo preventivo.

Los acreedores garantizados preferirán la liquidación a la reorganización, ya que si podían recuperar rápidamente el valor total de su crédito mediante la venta de los activos, mejor. Los Bancos, de hecho, recuperan la mayor parte de sus créditos concursales holandeses, como los préstamos hipotecarios, sobre todo de pequeñas empresas.

2.1.6.2. Alemania

El antiguo Código alemán ya hacía una distinción entre el procedimiento de la liquidación (Konkursordnung) y el de reorganización (Vergleichsordnung). Sin embargo, las reorganizaciones son sumamente raras en la antigua ley.

La incidencia extremadamente baja de reorganización formal en Alemania (<1%) pueden ser atribuidas a las condiciones rigurosas que las empresas alemanas tenían que cumplir antes de que se pudieran presentar la petición concursal. En la reorganización los deudores tenían que pagar al menos el 35% de los créditos sin garantía y los tribunales rechazaron la mayoría de las peticiones de concurso.

En el período 1980-1992 a 3/4 partes de las solicitudes no se les permitió entrar en concurso debido a la insuficiencia de activos. Los acreedores garantizados y los prioritarios/privilegiados podían mantener sus derechos en los procedimientos concursales tomando posesión de sus activos y así precipitar el cierre de la empresa.

La escasez de los procedimientos concursales también se puede atribuir a la preponderancia de los acuerdos extrajudiciales entre los bancos alemanes y las empresas en dificultades.

El nuevo Código de Insolvencia alemán de 1994, que entró en vigor en 1999, abre más posibilidades para la reorganización.

La nueva legislación permite una moratoria de tres meses, tiempo en el cual un administrador designado por el tribunal podría proponer un plan de reorganización a la junta de acreedores, que pueden decidir si prefieren reorganización o liquidación. Además, con la nueva Ley, tanto los créditos garantizados y como los no garantizados pueden quedar en suspenso durante 3 meses y la nueva financiación tiene prioridad a las deudas anteriores a la petición.

El comité de empresa tiene que ponerse de acuerdo en un plan de reorganización lo que conlleva la modificación de las instalaciones (Ins.O, artículo 121). El administrador debe negociar tanto los despidos como un plan social con los representantes de los trabajadores, aunque el tribunal podrá sustituir su aprobación por una decisión judicial (Pochet, 2002, 351).

Algunos autores sostienen que el nuevo Código alemán es bastante flexible y se parece en gran medida al Capítulo 11 de la Ley de los EEUU (Frank, Nyborg, y Torous, 1996, 90). Sin embargo, la diferencia principal con los EEUU es que en el procedimiento concursal alemán se pierde el control de la gestión. Tampoco hay reversión de la regla de prioridad absoluta. Otro aspecto relevante de la nueva legislación concursal alemana se refiere al papel preponderante de los acreedores de mayor jerarquía en el proceso de reorganización ya que el comité solamente se compone de acreedores garantizados y acreedores privilegiados.

Los acreedores no privilegiados no tienen derecho de voto (Ins.O, sección 77), lo que contrasta con las prácticas en otros países, en los que los acreedores en general dominan la toma de decisiones en los procesos de reorganización. Se considerará que los acreedores de menor rango han renunciado a sus reclamaciones, a menos que el plan de insolvencia disponga lo contrario (Ins.O, artículo 225).

Otro elemento del Código de Insolvencia implica un límite máximo de la nueva deuda, que no podrá exceder del valor de los bienes que figuran en el estudio de los activos (Ins.O. 264). En esta sección se demuestra claramente que la nueva financiación no está relacionada con la valoración de los inversores de la empresa como negocio en marcha, sino solamente con el valor de los activos.

2.1.6.3. Francia

La Ley francesa de 1985 sobre quiebra introdujo la posibilidad del acuerdo negociado (*reglèment amiable*), la forma francesa de quiebra voluntaria. Es una solución para aquellas empresas que quieran renegociar sus contratos de deuda, aunque cualquier acreedor puede negarse a participar en este procedimiento, manteniéndose las negociaciones en secreto para éstos. No se utiliza la suspensión automática.

Estos factores podrían explicar por qué este procedimiento se utiliza raramente (Kaiser, 1996, 71).

El Convenio de acreedores introducido también en la Ley de 1985, tiene en cuenta la suspensión automática (periodo de observación) que puede tomar un máximo de 18 meses. Los nuevos capitales tienen un status de prelación absoluta. Sin embargo, en un convenio de acreedores, la reorganización o liquidación se ve obstaculizada por el hecho de que el nuevo propietario tiene que asumir todos los contratos de trabajo (Kaiser, 1996, 72).

Estas condicionantes hacen que la venta de una empresa en su totalidad sea bastante rara. Sólo el 3% de las quiebras francesas terminaron con la venta de la empresa en el período 1987-1993. Los acreedores, con y sin garantía, perdieron casi todos sus derechos con la venta de las compañías que se llevaron a cabo al amparo de la Ley de 1985. Además, no se les permite votar sobre el plan de reorganización. La revisión de 1994 estaba destinada a reparar esta deficiencia de la Ley de 1985 (Kaiser, 1996, 72).

En Francia, los tribunales desempeñan un papel preponderante en los casos de quiebra y son escasos los acuerdos extrajudiciales, a diferencia de Alemania, donde son comunes (Pochet, 2002, 368). En Francia el tribunal estima si una empresa es insolvente, no un análisis contable (Tilley, 2005). La quiebra se concentra principalmente en las PYMES familiares, ya que las empresas que cotizan están protegidas de la quiebra por Estado (Pochet, 2002).

2.1.6.4. El Reino Unido

La mayoría de las empresas británicas que se han declarado en quiebra han sido liquidadas. Sólo el 22%, han tenido administración judicial, que es la principal alternativa a la liquidación inmediata.

El acreedor, cuya seguridad está sustentada con una garantía variable sobre una parte de la empresa (pignoración, hipoteca), puede cobrar por la vía de la administración judicial.

La administración judicial no es un procedimiento colectivo, y sobre todo, sirve a los intereses del acreedor garantizado con garantía variable.

La reorganización se rechaza, porque las nuevas financiaciones no tienen prioridad. El administrador judicial es el responsable de toda la financiación posterior a la apertura del expediente (Kaiser, 1996, 75).

Con la administración judicial, los contratos de trabajo son por lo general rescindidos y la empresa o sus activos son vendidos a los pocos días después de que haya iniciado el procedimiento. Los acreedores sin garantía, por lo general no recuperan sus créditos.

La Ley de Insolvencia de 1986 del RU introdujo un procedimiento administrativo para facilitar la reorganización. La administración es un procedimiento colectivo y permite una suspensión automática. No obstante, los acreedores con garantía variable tienen la potestad de sustituir al administrador colectivo por un depositario particular.

En 2002, la Ley de Empresas intenta remediar esta deficiencia. El administrador tiene el poder de negociar acuerdos, puede rescindir los contratos con los proveedores y contratistas, sin embargo, no puede aplazar los pagos de capital e interés.

Los acreedores no garantizados fueron los principales beneficiarios de los procedimientos administrativos en un 2% de los casos de quiebra de 1998 (RU Departamento de Comercio e Industria, 1999).

La Ley de Sociedades de 1985 del RU el Acuerdo Voluntario de la Empresa (CVA), que tiene por objeto la reorganización. Se estableció para crear más posibilidades de reorganización, pero depende de la voluntad de cooperar de todas las partes. El CVA no permite la suspensión automática, ni la prioridad de la nueva financiación (Kaiser,

1996, 75). La dirección de la empresa ha de entregar el control a un administrador concursal. Los directivos son reacios a iniciar un procedimiento de CVA, por temor a que estos profesionales puedan estar más interesados en dar por perdida la empresa a buscar su rehabilitación (RU Departamento de Comercio e Industria, 1999).

La enmienda del 2000 a la Ley Concursal permite una moratoria obligatoria y un deudor en posesión³ para las empresas pequeñas (<50 empleados). Podemos concluir que los derechos de los acreedores garantizados siguen prevaleciendo en la Ley Concursal del Reino Unido, aunque algunas de las enmiendas que se han hecho últimamente son para estimular la reorganización de las pequeñas empresas.

³ DIP- deudor en posesión tiene los derechos y deberes de un administrador y realiza sus operaciones comerciales sujetas a revisión judicial

2.1.7. CONCLUSIÓN SOBRE EL TEMA TRATADO

La reorganización es más rara en los casos de quiebra en UE que en los EEUU, que han impulsado la reforma en varios países de la UE, aunque las reformas, sin embargo, no han aumentado sustancialmente la proporción de reorganizaciones.

Por una parte, la dirección de la empresa, que es la principal beneficiaria de las reorganizaciones en EEUU, en la UE es sustituida o bien está sujeta a las órdenes de un administrador concursal. Por lo tanto, no podemos esperar que los directivos europeos estén dispuestos a iniciar un procedimiento de reorganización como sus homólogos de EEUU. Otro obstáculo a la reorganización en Europa, es la protección de los derechos de los acreedores garantizados, los de las agencias tributarias y los de los empleados.

Las diferencias entre las distintas legislaciones concursales entre los países, no basa solamente en los distintos orígenes jurídicos, derecho común o civil. Más importante que el origen legal es la actitud adoptada hacia la bancarrota. La mayoría de los países europeos la ven como un fracaso personal de la dirección de la empresa y no están dispuestos a permitir segundas oportunidades, en contraste con los EEUU.

Sin embargo, la reorganización es eficiente, si aumenta el valor de la empresa por encima del valor de sus activos. Este aumento es observable, además tanto los antiguos accionistas como los nuevos pueden hacer una oferta hasta este valor mediante la inyección de nuevo capital en la empresa. La inversión de la regla de prioridad absoluta puede ayudar en la obtención de nueva financiación, pero no se ha considerado en las enmiendas realizadas a las leyes en la UE. Esto puede explicarse por el hecho de que en la mayoría de los casos de reorganización en la UE, no se busca nueva financiación (o aportación de capital).

Esta diferencia está relacionada con que en la UE, se tiene más en cuenta a los tribunales para decidir sobre la insolvencia y sobre las posibilidades de supervivencia de una empresa. Los tribunales deciden sobre la viabilidad de una petición de reorganización en los Países Bajos. Los tribunales alemanes y franceses deciden, si una empresa se considera insolvente. Los tribunales alemanes pueden rechazar los procedimientos de insolvencia debido a la falta de activos, negando así que el valor de la empresa pueda superar el valor de sus activos. Los Tribunales por lo tanto tienen una importante voz en la estimación de la viabilidad de una empresa en estos países. Esto contrasta con los EEUU (y el Reino Unido), donde en un procedimiento de reorganización, las valoraciones de los inversores deciden sobre el destino de

una empresa. La idea de que los jueces de Derecho civil tienen menos criterio que sus homólogos del Derecho Común, no parece aplicarse a las estimaciones de valor de una empresa.

La preponderancia del Estado en los países de Derecho Civil se confirma por las leyes holandesas y francesas, que le dan prioridad tanto a las autoridades fiscales como a los empleados sobre el resto de demandantes.

La continuación de la empresa parece más probable con una inyección de nuevo que con la financiación de la deuda, ya que los acreedores totalmente garantizados no se benefician de la reorganización y preferirán la liquidación. La fuerte dependencia de la financiación de la deuda en los países con Derecho Civil, podría impedir el aumento de solicitudes de procedimientos de reorganización.

2.2. LEY CONCURSAL EN ESPAÑA.

La Ley 22/2003, de 9 de Julio, regula en España todo lo relacionado con lo que antiguamente se conocía como “suspensión de pagos” o quiebras de las empresas. Y entra en vigor el 1 de septiembre del 2004. Esta Ley, renovadora con respecto a la anterior, establece una fórmula única para la resolución de la situación deteriorada denominado concurso de acreedores; el procedimiento se denomina concursal y será el Juzgado Mercantil el que posea la competencia de resolución de este tipo de situaciones, de la mano de jueces especializados en el tema, que supervisaran el proceso.

2.2.1. PROCEDIMIENTO CONCURSAL ESPAÑOL.

Cómo se solicita un Concurso de Acreedores

Puede ser solicitado tanto por personas jurídicas como por personas físicas, aunque son las primeras las de mayor número. Para solicitar el concurso de acreedores es necesario acreditar ante un juez el estado de insolvencia o endeudamiento de la persona en cuestión.

Lugar de presentación de la solicitud

La solicitud de concurso de acreedores se presenta en el Juzgado Mercantil de la provincia donde tenga su domicilio el deudor. Como requisito mencionar que es necesaria la asistencia de un abogado y de un procurador.

Tipos de Concurso de Acreedores

El Concurso de Acreedores puede ser solicitado por la sociedad o empresario individual que se encuentra en situación de insolvencia actual o inminente - cuando es evidente que en un corto espacio de tiempo no se podrán atender los pagos en general,; en este caso estaríamos hablando de **Concurso Voluntario**. O también puede solicitarlo cualquier acreedor, siempre, claro está, que pueda justificar la situación de insolvencia o impago de la deuda por parte de la sociedad/empresario individual. Este tipo de procedimiento se denomina **Concurso Necesario** o forzoso.

En el caso de **Concurso Voluntario**, la sociedad/empresario individual dispondrá de más tiempo para poder obtener nueva financiación que solvente la situación de iliquidez de su negocio o para preparar un convenio anticipado, además permitirá al empresario seguir al frente de su negocio, ya que no perderá el control de éste; no obstante lo anterior sus decisiones podrán ser cuestionadas y vetadas por parte de la administración concursal.

Además, se podrá evitar posibles responsabilidades para los administradores y/o socios. Durante este periodo se tomará la decisión, bien de liquidar la empresa o bien de reflotarla.

El empresario tiene el deber de solicitar el concurso de acreedores en caso de situación de insolvencia y pre-insolvencia. El hecho de no instarlo, no es un hecho ilícito en sí, ni implica necesariamente que se vaya a declarar el Concurso Culpable, pero a veces la ausencia de comunicación a las autoridades, es considerada como un indicio de que la insolvencia pretende ser ocultada e incluso provocada, lo que sí evidenciaría culpabilidad y por ende a la declaración de **Concurso Culpable**, comportando para aquellos que han provocado u ocultado la insolvencia no cobren nada, y que se puedan abrir procesos penales contra ellos. En definitiva cuando una empresa no paga a sus acreedores, tiene la obligación de solicitar su propio concurso voluntario para que sean el juez y la administración concursal los encargados de ejercer el control y efectuar los pagos a los acreedores.

En el caso del **Concurso Necesario**, cualquier acreedor legítimo puede solicitar o instar el concurso ante el juez. No existe plazo, simplemente el juez aceptará (si lo estima conveniente) la primera solicitud en el tiempo.

Es decir, el hecho de ser acreedor de una empresa insolvente legitima al acreedor para instar el concurso, tanto si se ha producido el cese en el cobro de sus créditos frente a la sociedad/empresario individual, como si no ha vencido el plazo y el crédito no está impagado.

No obstante lo anterior, deben darse los siguientes requisitos para que el juez admita la demanda:

Presupuesto de la insolvencia.

La Ley Concursal entiende la insolvencia del deudor como la imposibilidad de hacer frente a los pagos, es decir, de incumplir regularmente con las obligaciones exigibles. Es indiferente que el deudor tenga o no patrimonio, ya que es posible tener bienes con gran valor pero no contar con liquidez suficiente para pagar las deudas. Por tanto, para que empresa/empresario individual sea declarada/o en concurso, debe ser insolvente, es decir, que no pueda pagar a sus acreedores cuando llegue el vencimiento de la deuda.

La Ley obliga al deudor a solicitar la Declaración de Concurso ante el Juzgado Mercantil en el plazo de los dos meses siguientes a la fecha en que se conozca dicha situación de insolvencia.

Demostración de la insolvencia.

El artículo 2.2 de La Ley Concursal (LC) 22/2003, de 9 de Julio indica: “*Se encuentra en estado de insolvencia el deudor que no puede cumplir regularmente sus obligaciones exigibles*”. Por lo tanto la insolvencia no se define en base al desequilibrio económico-financiero de la empresa sino por la imposibilidad de ésta última de atender los pagos comprometidos.

La situación de insolvencia del deudor se hace notoria cuando éste tiene dificultades financieras y/o patrimoniales, derivándose efectos frente a los acreedores, frente a los contratos firmados y frente al propio deudor. La situación de insolvencia se pone de manifiesto cuando existe un incumplimiento regular de las obligaciones de pago de la sociedad/empresario individual, especialmente las corrientes o a c/p, cuando se prevé que no van a poder ser abonadas las deudas futuras, cuando existe incumplimiento superior a tres meses en el pago mensual a la Seguridad social, o no se afrontan los tributos, así como cuando se registran embargos que afecten al patrimonio empresarial, alzamiento de bienes, impago de salarios e indemnizaciones durante tres meses consecutivos.

No es suficiente con que se haya dejado de pagar a un acreedor, sino que debe haber impagado a la generalidad de acreedores, aunque no en su totalidad. El **impago general supone prueba de la insolvencia**, pero la Ley entiende que el acreedor que insta el concurso no tiene acceso a las cuentas del negocio ni a la información suficiente para probar el estado de insolvencia, por lo que se permite aportar otras pruebas, como: RAI, ejecuciones que no hayan tenido éxito u otros.

Además, el juez ordenará a la empresa presentar sus cuentas.

En todos los casos anteriores debe solicitarse el concurso, salvo que se pueda probar que, a pesar de haberse dado alguno de dichos hechos, la empresa no se encuentra en situación de insolvencia.

2.2.2. FASES DEL CONCURSO DE ACREEDORES.

Las fases del concurso se detallan en el art.183 de la LC, que divide el procedimiento concursal en seis secciones, no obstante en la práctica y según su orden cronológico podemos sintetizarlo en cuatro fases, que detallamos.

Fase primera. Actos previos.

En esta fase se solicita el concurso de acreedores, se revisa la solicitud para establecer si es procedente o no, viable o no, se revisan los presupuestos de la declaración de concurso estableciéndose el procedimiento y se concluye con el auto de admisión a trámite de la declaración del concurso con el auto judicial.

- Auto de declaración de Concurso de Acreedores.
Es en este momento procesal del Concurso de Acreedores cuando se producen todos sus efectos, ya que:
 - Se paralizan las ejecuciones de embargos pendientes y se impide la presentación de nuevas demandas (administrativas o tributarias).
 - Se suspende el devengo de intereses (p.e. en entidades financieras).
 - Se evita la ejecución hipotecaria de bienes afectos a la actividad empresarial del deudor, por lo que mientras dure el concurso, con un plazo máximo de un año, no podrán realizarse subastas sobre estos bienes.
 - Se prohíbe la compensación de créditos, de forma que la empresa en concurso podrá reclamar sus derechos de cobro a sus deudores sin que estos puedan alegar compensación de deudas.

Todo ello con el fin de no mermar el patrimonio a causa de la devolución del crédito a los acreedores de forma discriminatoria para éstos. Se evita igualmente la imposición de recargos e intereses que incrementarían considerablemente el pasivo de la empresa en Concurso de Acreedores.

- La declaración de Concurso de Acreedores se publica en los Boletines Oficiales y periódicos de mayor circulación que requiera el Juzgado de lo Mercantil y se inscribe en el Registro Mercantil.
- Los acreedores deben allanarse al Concurso impidiéndoseles el ejercicio de cualquier acción individual.

Fase segunda o Fase Común.

La fase común comienza a partir de la declaración de concurso, mediante el auto de admisión a trámite y se desarrolla hasta la elaboración del informe concursal por parte del administrador concursal.

- El juez nombra una Administración Concursal que estará compuesta por un abogado, un auditor o economista y un representante de los acreedores con el fin de supervisar el proceso concursal.

La labor de estos profesionales será, llevar a cabo el procedimiento, analizar la situación de la empresa, identificar y valorar sus activos, además de mediar entre las partes, es decir, entre los acreedores y el deudor (sociedad/empresario individual).

Funciones:

- **Intervención y supervisión** de todos los actos que deba realizar el administrador de la empresa declarada en Concurso de Acreedores.
- **Redacción de un informe** que contendrá un análisis de la Memoria presentada con la solicitud de Concurso de Acreedores y del estado de contabilidad, un Inventario y la Lista de acreedores,

Se realiza una valoración de la situación real del patrimonio activo y pasivo de la empresa buscando una solución viable para que ésta continúe con su actividad. La Ley Concursal denomina este punto, determinación de la masa activa y de la masa pasiva del concurso, así como la clasificación de los créditos (privilegio especial, privilegio general, ordinario y subordinado), y es indispensable para comenzar el procedimiento ya que es necesario conocer cuánto tiene y cuanto debe el concursado.

- Esta fase concluye con la presentación del informe sobre la situación de la empresa que realizan los administradores concursales nombrados por el juez.

Fase tercera o Fase de Resolución.

En esta fase se llega al desenlace del Concurso, bien mediante una propuesta Convenio de Acreedores con el fin de continuar con la actividad que proporcione una solución viable para todos los implicados o bien con una propuesta de Liquidación de la empresa. Aunque los procedimientos son distintos, el incumplimiento del Convenio puede terminar en Liquidación.

Convenio

El Convenio puede ser anticipado, cuando la propia empresa presenta el convenio desde el momento en que se presenta a concurso, o normal cuando se presenta la propuesta por la empresa concursada en esta fase del procedimiento.

El convenio podrá proponer es establecimiento de una posible quita sobre los créditos ordinarios que nunca podrá ser superior al 50% de la deuda inicial y una espera que no podrá exceder de los 5 años desde la aprobación de la Declaración de Concurso, contando, a efectos de su cumplimiento, con los recursos que genere la continuación, total o parcial, de la actividad empresarial.

A estos efectos deberá acompañarse un Plan de pagos y un Plan de viabilidad.

Para su aprobación de la propuesta Convenio será necesario el voto del 50% del pasivo ordinario (Seguridad Social y Hacienda pueden no aceptar esta propuesta en cuyo caso habría que negociar otra distinta, si bien les afectará en la parte de sus créditos con clasificación de Ordinario). El Administrador Concursal deberá presentar una evaluación de la propuesta de Convenio.

Si se aceptara la propuesta de Convenio por los acreedores del Concurso, será el Juez el que determine su viabilidad y lo apruebe. Si ningún acreedor formula oposición el Juez dictara sentencia aprobando el Convenio que deberá ser publicad en periódicos y edictos. Hecha firme la sentencia cesaran los efectos del Concurso y también cesará el Administrador Concursal.

Una vez aprobado se abre una nueva fase de cumplimiento del convenio, dentro de esta misma fase tercera. En la mayoría de los casos será el propio concursado quien ejecute el convenio e informe al juez.

Si no se aprueba un Convenio, bien porque no haya acuerdo entre los acreedores o bien porque no haya una propuesta viable, o porque al deudor le interese liquidar sus propiedades, se procederá a la Liquidación de la empresa.

Liquidación.

Se realizara de acuerdo a un Plan de Liquidación que haya presentado la Administración Concursal. En principio la liquidación no puede exceder de un año, pero la dificultad de realizar los activos podrá demorar esta fase.

La liquidación puede llevarse a cabo por solicitud de una parte o bien de oficio, siendo siempre una solución secundaria. La LC impone a la empresa en concurso solicitar la liquidación cuando durante la vigencia de un Convenio conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a su aprobación.

En esta fase se dispone el vencimiento anticipado de los créditos concursales aplazados, y la conversión en dinero de aquellos que consistan en otras prestaciones.

La Ley, en todo caso, intentará enajenar la empresa como un todo con el fin de garantizar la continuidad de su actividad, a no ser que resulte más ventajoso para todas las partes, la venta de la empresa desagregada.

Fase cuarta, determinación de la Responsabilidad.

En esta fase se trata de averiguar si ha habido culpa, mala fe o intencionalidad por parte de los gestores de la empresa durante el ejercicio de su actividad, y si las decisiones tomadas han podido deteriorar a la propia empresa.

La LC estima que es necesaria la determinación de Responsabilidad (art. 164-165) en los siguientes casos:

- Aprobación de un convenio que, bien por el plazo de éste o bien por la quita efectuada, resulte gravoso.
- Apertura de Liquidación.

En estos casos se determina la responsabilidad calificando el proceso de concurso fortuito o de concurso culpable (si por causa de dolo o culpa grave

de la empresa deudora, o de sus representantes legales, administradores o liquidadores, hubiera empeorado la situación de insolvencia.

Como ejemplo de supuestos que conllevan la calificación de culpable del concurso, tenemos los siguientes:

- Presunción de culpabilidad (art. 164.2 LC) o “iuris et de iure”⁴:
 - Apertura de liquidación por incumplimiento de convenio
 - Irregularidades contables o aportaciones documentales inexactas o falsas.
 - Extracción fraudulenta de bienes dentro de los dos años anteriores a la declaración como el alzamiento de los bienes⁵ de la empresa, en su totalidad o en parte, en perjuicio de sus acreedores.
 - Cuando antes de la fecha de la declaración de concurso el deudor hubiese realizado cualquier acto jurídico dirigido a simular una situación patrimonial ficticia.
- Presunción de existencia de dolo o culpa grave (art. 165 LC) o “iuris tantum”⁶:
 - Incumplimiento del deber de solicitar declaración de concurso (art. 5 LC).
 - Incumplimiento del deber de colaboración y/o asistencia a Junta (arts. 42 y 117.2 LC).
 - Defecto de formulación, auditoria o depósito de cuentas anuales en alguno de los tres ejercicios anteriores a la Declaración de Concurso.

La conclusión del concurso.

La LC regula detalladamente las causas de cierre del Concurso de Acreedores:

- Revocación del auto de Declaración de Concurso porque su apertura no se haya ajustado a derecho.
- Tras la firma del auto que declare cumplimiento del Convenio de Acreedores y/o se compruebe el pago de los créditos reconocidos o la plena satisfacción de los acreedores por otro medio, y así sea reconocido por el juez.

⁴ Presunción legal, no cabe prueba en contra (no impugnabile).

⁵ Hecho delictivo por el que una persona física o jurídica oculta o transfiere todos o parte de sus bienes que estaban destinados a responder ante sus acreedores como medio de pago de alguna deuda, vencida o futuras, o bien, finge o propicia su insolvencia patrimonial para eludir sus responsabilidades como deudor. Ejemplos: la venta de algún bien con embargo establecido, cambio de titularidad de los bienes a otra empresa o a alguien de confianza (testaferro).

⁶ Salvo prueba en contrario (impugnabile).

- Cuando se compruebe, previo informe del administrador concursal, la inexistencia de bienes y derechos del concursado o terceros responsables con los que poder satisfacer a los acreedores.
- Cuando, tras la finalización de la fase común del Concurso de Acreedores, con resolución firme de desistimiento o renuncia de la totalidad de los acreedores reconocidos.

El auto de conclusión del Concurso de Acreedores deberá publicarse en periódicos y boletines, poniendo fin al procedimiento.

Reapertura del Concurso de Acreedores.

Los artículos 179 y 180 de la LC hacen referencia a la reapertura o continuación de un Concurso de Acreedores anterior, dentro de los cinco años siguientes a su conclusión por inexistencia de bienes, cuando al deudor, persona física, se descubrieran nuevos bienes o derechos o si viniera a mejor fortuna, con la posibilidad de incorporar nuevos acreedores (art. 180), en definitiva actualización del procedimiento.

En el caso de que el deudor sea persona jurídica, el nuevo procedimiento se limita a la liquidación de los bienes y derechos aparecidos con posterioridad (art. 179-2), ya que su personalidad está extinguida.

2.2.3. PLAZOS TEMPORALES DEL PROCESO CONCURSAL.

- Plazo de presentación de la solicitud de Concurso de Acreedores: Durante los dos meses siguientes a la fecha en que se haya conocido o debido conocer la situación de insolvencia. Art. 5 LC.
- Plazo para que los acreedores legítimos comuniquen sus créditos: un mes desde el día siguiente a la publicación en el BOE del auto del juez que declara el concurso de acreedores. Art. 23 LC. Durante este periodo deberán acreditarse todas las deudas del concurso.
- Plazo para que la Administración Concursal designada por el juez elabore su informe: dos meses desde la aceptación del cargo. El plazo puede ser prorrogado un mes, siempre que sea solicitado por la administración concursal. Art. 74 LC.
- Plazo para poder impugnar el inventario o la lista de acreedores del informe elaborado por la administración concursal: Tras poner a disposición del Juez éste informe, deberá publicarse su comunicación en boletines y periódicos. Hay un plazo de 10 días desde la notificación para que cualquier interesado pueda impugnar la Lista de acreedores y el Inventario. Art. 108 LC.
- Transcurrido el anterior plazo si no ha habido impugnaciones: en los 15 días siguientes el Juez del Concurso de Acreedores dictará auto poniendo fin a la Fase Común del Concurso de Acreedores, abriendo la de Convenio y convocando Junta de acreedores para la aprobación del Convenio en el plazo máximo de tres meses.

Tras la aprobación, si no ha habido impugnaciones ni recursos deberá haber transcurrido un plazo de 8 a 10 meses desde que se presentó la solicitud.

2.2.4. PACTO PREVIO.

En 2009 se lleva a cabo una reforma de la Ley mediante el Real Decreto-Ley 3/2009, de 27 de marzo, que trae consigo una serie de modificaciones importantes y necesarias para poder agilizar los procedimientos concursales. Entre estas modificaciones se encuentra la de proporcionar la posibilidad a las empresas que se encuentran en estado de insolvencia de intentar alcanzar un acuerdo con sus acreedores antes de declararse en concurso, mediante una reestructuración de la financiación. Debe ponerse en conocimiento del juzgado con el fin de que los acreedores se adhieran a una propuesta anticipada de convenio (Art. 10).

Este periodo de negociaciones supone una prórroga de cuatro meses más antes de la intervención judicial. Si existe voluntad por las partes de llegar a un acuerdo, es la forma más rápida para solucionar la situación de insolvencia del deudor y que los acreedores cobren.

2.2.5. TIPOS DE CRÉDITOS Y PRELACIÓN EN EL COBRO.

- **Créditos contra la masa:** créditos laborales (salarios de los últimos 30 días a la declaración de concurso, indemnizaciones por despido).
- **Créditos concursales o de la masa:**
 - **Créditos con privilegio**
 - **Créditos con privilegio especial** (garantizados con un bien derecho).
 - Los créditos garantizados con hipoteca voluntaria o legal, inmobiliaria o mobiliaria, o con prenda.
 - Los créditos garantizados con anticresis, sobre los frutos del inmueble gravado.
 - Los créditos refaccionarios, sobre los bienes rehabilitados con el crédito, incluidos los de los trabajadores sobre los objetos por ellos elaborados mientras sean propiedad o estén en posesión del concursado.
 - Los créditos por cuotas de arrendamiento financiero o plazos de compraventa con precio aplazado de bienes muebles o inmuebles.
 - Los créditos con garantía de valores representados mediante anotaciones en cuenta.
 - Los créditos garantizados con prenda constituida en documento público, sobre los bienes o derechos pignorados que estén en posesión del acreedor o de un tercero.
 - **Créditos con privilegio general.**
 - Los créditos por salarios que no tengan reconocido privilegio especial.
 - Las retenciones tributarias y de Seguridad Social.
 - Los créditos por trabajo personal no dependiente devengados durante los seis meses anteriores a la declaración del concurso.
 - Los créditos tributarios y los de Derecho público y los de la Seguridad Social que no sean con privilegio especial.
 - Los créditos por responsabilidad civil extracontractual.
 - Los créditos del acreedor que hubiese solicitado la declaración de concurso y que no tuvieren el carácter de subordinados (25%).
 - **Créditos ordinarios.** Por exclusión, los que no son ni con privilegio ni subordinados.

- **Créditos subordinados:** créditos procedentes de operaciones vinculadas (participación superior al 5% en caso de empresas o superior al 10% para el resto, mismo grupo de empresas, mismos administradores en los 2 años anteriores a la declaración del concurso). Además incluye los créditos comunicados fuera de plazo, los créditos por multas y/o sanciones y los créditos que como consecuencia de rescisión concursal resulten a favor de quien en la sentencia haya sido declarado parte de mala fe en el acto impugnado.

Preferencia de los créditos en el concurso: Los créditos contra la masa serán preferentes a los concursales o de la masa y se abonarán a su vencimiento. Los créditos con privilegio especial tendrán preferencia a los créditos con privilegio general, y éste último al resto, por orden, los ordinarios y los últimos los créditos subordinados.

2.2.6. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE EL CONCURSO VOLUNTARIO Y EL CONCURSO NECESARIO.

Con respecto a la Administración Concursal, en el Concurso Voluntario, solicitado por la empresa, los administradores mantienen su puesto aunque bajo el control de los administradores concursales que nombra el juez.

Por el contrario, en el Concurso Necesario, solicitado por los acreedores, el órgano de administración de la empresa pierde todas sus funciones, es revocado y sustituido por la administración concursal.

Con respecto a la responsabilidad del deudor concursado. Además de la suspensión de facultades del Consejo de Administración, se le presupone la culpabilidad del concurso, por lo que se pueden embargar los bienes personales de los administradores de la empresa desde el inicio del procedimiento, con carácter preventivo y en garantía de los acreedores, con el fin de cubrir la parte del crédito que éstos últimos no cobren de la empresa.

La presunción de culpabilidad implica que los acreedores no necesitan probar que los administradores han actuado de forma irregular, al contrario que en el concurso voluntario.

Con respecto al cobro del crédito.

En el Concurso Necesario los acreedores que solicitan al juez el inicio del procedimiento tienen un privilegio de cobro del 25% de su crédito. Esto significa que cobrarán más cantidad que el resto. Este privilegio existe, porque la Ley Concursal entiende que el esfuerzo de este acreedor beneficia al resto y trata de premiar o incentivar el ejercicio de la acción para solicitar el Concurso Necesario. Hay que tener en cuenta que el acreedor que solicita el concurso está cumpliendo con una obligación legal (ver ley) que tiene la empresa insolvente y que ésta no ha cumplido.

En definitiva, el Concurso Necesario presenta mayores garantías para los acreedores y mayores dificultades para el deudor concursado, ya que éste último, tarde o temprano se verá inmerso en el concurso de acreedores, por lo que solicitar el procedimiento antes de la solicitud voluntaria del deudor supone una serie de ventajas para el acreedor, entre las que se encuentran.

- ✓ Obtener el privilegio de cobro del 25%.
- ✓ Sustituir a los administradores de la empresa por los administradores concursales cuya misión, según la Ley Concursal, será la de procurar el pago a los acreedores.
- ✓ Se presume la culpabilidad de la situación de insolvencia a los administradores de la empresa, por lo que además de los bienes de la empresa, que pueden ser insuficientes, los bienes personales de los administradores se pondrán a disposición del concurso para poder cobrar.

Por ejemplo:

Un crédito de 100 en un concurso que concluya con una quita del 40% de la deuda (es decir, que se paga el 60%), en el procedimiento voluntario el acreedor cobraría 60, mientras que en un concurso necesario el acreedor instante cobraría: primero 25 y, a continuación, junto con el resto de acreedores, el 60% de lo que resta de deuda, es decir, el 60% de 75 (100 de crédito total menos los 25 que ya se han cobrado) que son 45. Así, si el acreedor es instante ha cobrado $25+45=70$, frente a los 60 que cobraría en otro caso

Por otro lado el Concurso Voluntario es más ventajoso para el concursado ya que le permite negociar la deuda a través del Convenio con los acreedores, que incluye un plan de viabilidad y un plan de pagos. El concursado consigue se hace cargo del pago de la deuda pero consigue demorar la deuda, como máximo 5 años, suspendiéndose los intereses generados por los préstamos; además puede conseguir una quita (condonación) de hasta el 50%, asegurándose que ningún acreedor iniciará por su cuenta ejecuciones judiciales, administrativas o tributarias contra los bienes del concursado. Durante el procedimiento de concurso los empleados cobrarán a través del Fondo de Garantía Salarial.

2.2.7. VALORACIÓN DE LA MASA ACTIVA SEGÚN LA LEY CONCURSAL.

La valoración ha sido un factor clave en los procedimientos concursales puesto que tradicionalmente ha sido determinante para establecer la marcha del proceso, ya que de sus resultados dependía la catalogación del concurso y su futuro desarrollo (Gonzalez, J., 1999).

En el Capítulo II de la LC se establece como se determina la masa activa del deudor, que deberá inventariarse en el informe presentado por el administrador concursal (art. 75 LC). En este Capítulo y concretamente en el art. 82, se indica que “...la administración concursal elaborara a la mayor brevedad posible un inventario...”

Además en el apartado 3, del mismo artículo, se expresa que el avalúo⁷ de cada uno de los bienes y derechos se realizará con arreglo a su valor de mercado, teniendo en cuenta los derechos, gravámenes o cargas de naturaleza perpetua, temporal o redimible que directamente les afecten e influyan en su valor, así como las garantías reales y las trabas o embargos que garanticen o aseguren deudas no incluidas en la masa pasiva.

Por tanto el Inventario de la Masa Activa deberá contener:

- ✓ Una relación y valoración de los bienes y derechos del deudor integrados en la masa activa a la fecha de cierre, que será el día anterior al de emisión de este informe.
- ✓ Descripción de la naturaleza, características y lugar en que se encuentre cada bien y, en su caso, con identificación registral.
- ✓ Gravámenes, tributos y otras cargas que afecten a estos bienes y derechos, especificando su origen e identificación.
- ✓ Relación de todos los litigios cuyo resultado pueda afectar al contenido de la masa activa.

En la Ley Concursal actual no se plantea una valoración de la empresa en su conjunto sobre la base del potencial económico futuro de la misma, que estableciese un valor utilizable como referente ante posibles negociaciones o renegociaciones financieras futuras, tanto con entidades financieras como con los propios acreedores ya que bajo las condiciones de incertidumbre en que se encuentra es complicado establecer los flujos de caja futuros. El legislador ha preferido seguir manteniendo el criterio de valorar la empresa de acuerdo con el valor del neto patrimonial establecido por diferencia entre activos y deudas,

⁷ Evaluación, valoración

como en la Ley anterior pero valorando los activos (cada elemento de la masa patrimonial) a valor de mercado, no contable.

Esta metodología de cálculo del neto patrimonial a precios de mercado permite al Administrador Concursal establecer una aproximación al valor de mercado del activo como la garantía real que se le presume a la empresa frente a sus obligaciones de pago o pasivo, así como establecer un valor de la empresa más acorde a la realidad que si se utilizaran los valores históricos.

2.3. VALORACIÓN DE EMPRESAS

A veces se puede pensar que el valor de un negocio es lo que le cuesta al empresario reponer todos sus activos, sin considerar, que el verdadero valor de la empresa lo pueden proporcionar otros factores como por ejemplo la cartera de clientes, la marca o el know-how implementado por la empresa. En algunas ocasiones la valoración del activo intangible es igual o más importante que el resto, ya que, puede sustentar el valor de la empresa, incluso en su totalidad.

La valoración de los activos intangibles puede ayudar a los gestores de la empresa como herramienta en sus negociaciones, en la planificación y en el desarrollo de estrategias, o proporcionar información previa relevante en el caso de querer vender la propia empresa o sus acciones, lo que le podría aportar ventajas en la transacción.

Pero, ¿Cómo se mide el valor?. En cualquier caso se puede decir que el valor está asociado o es una función de dos elementos fundamentales (, uno relacionado con el futuro y otro con el pasado, y que son:

- La utilidad: referida al grado de utilidad futuro de los objetos, es decir, qué beneficios se espera obtener en un futuro de los mismos.
- El coste: referido a los costes de obtención de los mismos en el pasado, es decir, cual ha sido el coste o el precio pagado en el pasado por su obtención.

Las razones más frecuentes para Valorar una Empresa son las siguientes:

- Por razones INTERNAS, dirigidas a los gestores de la empresa o accionistas.
 - ✓ Conocer la situación y/o evolución del patrimonio de la empresa con la intención de medir la “creación de valor” para el accionista.
 - ✓ Verificar que la gestión que se lleva a cabo por los directivos es adecuada.
 - ✓ Establecer las políticas de dividendos.
 - ✓ Conocer la capacidad de endeudamiento, en el caso de ampliación o reestructuración interna del capital.
 - ✓ Herencia, sucesión, etc.
- Por razones EXTERNAS, necesarias para informar a terceros externos a la empresa
 - ✓ Transmisión, total o parcial, de la empresa.
 - ✓ Separación o incorporación de socios.

- ✓ Adquisición por parte de un grupo inversor, bien interno, los propios directivos (MBO Management buy-out), bien externo, fusiones (Management buy-in MBI)
- ✓ Solicitud de financiación bancaria con el fin de sustentar su devolución.
- ✓ Ante la solicitud de Concurso de Acreedores, voluntaria o necesaria, con el fin de determinar el valor de la empresa tanto para el caso de reestructuración o liquidación de ésta.

2.3.1. METODOS DE VALORACIÓN

No existe un método estándar que proporcione una valoración exacta de una empresa, ya que, para ello deben considerarse aspectos subjetivos como la capacidad de gestión de sus administradores y de los empleados, la capacidad de endeudamiento, la evolución de la economía y del mercado, los riesgos asociados al sector en el que se desenvuelve la empresa, la carga tributaria.

En la práctica, existen diferentes enfoques para la valoración de una empresa y que, básicamente son los siguientes (Labatut, 2005).

- **Enfoque del flujo de caja descontado**
- **Enfoque del coste**
- **Enfoque del mercado**

El Enfoque del Flujo de Caja Descontado (DCF – Discounted Cash Flow) es un procedimiento de estimación de valor actual de los beneficios monetarios futuros que puede obtener la empresa con el desarrollo de su actividad ordinaria, utilizando para la actualización una tasa de descuento.

La tasa de descuento se calcula mediante la adición de una tasa mínima de rentabilidad requerida a la inversión (negocio valorado) y de una prima por riesgo que considera los riesgos actuales y futuros asociados al sector económico al que pertenece el negocio valorado.

El Enfoque del Coste es un procedimiento de valoración que lleva consigo la reformulación del balance, sustituyendo el valor de los activos y pasivos por otros sus respectivos valores de mercado justo. Normalmente se utiliza para valorar negocios que están por debajo del desempeño de empresas comparables. Los especialistas lo consideran un enfoque inadecuado de valoración de las empresas que tienen en sus balances un saldo representativo de activos intangibles en propiedad. Por el contrario, es adecuado para establecer un valor mínimo para una empresa que se encuentre en proceso de liquidación.

El Enfoque del Mercado es un procedimiento de valoración que considera algunos aspectos del mercado como el precio o la cotización oficial de las acciones. Si las acciones de la empresa que se valora no tienen cotización oficial, entonces el valor de la empresa se puede calcular mediante indicadores financieros denominados múltiplos de otras empresas comparables, considerando el crecimiento potencial y los riesgos asociados.

Estos modelos de valoración se caracterizan porque son de general aplicación, independientes del tipo de empresas, del tipo de valor que se quiera calcular, económico o financiero, y de la función del experto según el contrato de trabajo. Además cada modelo permite desarrollar diferentes métodos de valoración en función de las variables que se utilicen y de la forma de cálculo de las mismas (Rojo, A. 2007).

El método más utilizado es el Enfoque del Flujo de Caja Descontado, ya que los gestores de la empresa pueden obtener información más valiosa para la toma de decisiones como:

- En caso de procesos de desinversión, comparando el valor de liquidación con el valor de uso.
- En caso de reestructuración financiera y/o operativa.
- Estrategia de inversión o de negocio.
- Ante la necesidad de identificar cuáles son los factores que pudieran estar afectando al valor de los activos, como la competencia.

No obstante autores como Shaked y D'arezzo, (2009), abogan por otros alternativos y/o complementarios, en el caso de quiebras o concurso?'

Método más adecuado para Valorar Empresas en Quiebra

El artículo de Shaked y D'arezzo (2009): **Interpretación del Enfoque de Mercado: Más allá del Método de Valoración de Descuento de Flujos de Caja, ofrece** las siguientes conclusiones sobre las diferencias entre el procedimiento de valoración de Enfoque del Mercado y el Enfoque del Flujo de Caja Descontado:

A pesar de que el método de descuento de los flujos de caja (DCF) es el método más aceptado y utilizado como una importante herramienta de valoración de las empresas y de su solvencia, pero no es el único método disponible para determinar estos conceptos.

2.3.1.1. El Modelo DCF

Como otros modelos, depende de la calidad de los datos utilizados en su procedimiento, que serán una proyección de los flujos de efectivo futuros (estimados por el especialista) por un período determinado de tiempo, que normalmente son cinco años, una tasa de crecimiento constante con la que se espera que los flujos de efectivo crezcan de forma permanente más allá del final del período proyectado y una tasa de descuento por la cual los flujos de efectivo futuros se descuentan para obtener el valor actual de la empresa (VA).

En el caso particular de una empresa en quiebra, éste método puede perder su eficacia. Por ejemplo, el valorador puede tener que comenzar un análisis DCF con proyecciones de gestión que se prepararon meses o años antes por los gestores y personal de apoyo que ya no están con la empresa, y por lo tanto, ya no están disponibles para ayudar en la verificación de la hipótesis y cálculos en las proyecciones. En algunos casos, además, estas personas pueden incluso ser acusadas de trato preferente, de transmisión fraudulenta de bienes, fraude contable u otras acciones legales, que lleva consigo la declaración de concurso.

Si el profesional de la valoración opta por realizar nuevas proyecciones, éstas añadirán un mayor nivel de complejidad al análisis, además el resultado de la valoración será subjetivo y estará expuesto a las críticas sobre su subjetividad, no considerándose adecuado por otros expertos.

Por otro lado, la determinación de una tasa de descuento y una tasa de crecimiento apropiadas para el modelo DCF, aunque menos compleja que la previsión de resultados, también requiere de numerosos criterios, y por tanto, también puede exponer a la valoración profesional a las críticas parciales a posteriori.

No obstante lo anterior, aunque éste método no sea perfecto para valorar empresas en quiebra, no disminuye su importancia pero si puede ofrecer un apoyo a favor de la inclusión y utilización de otros de valoración, que podrían proporcionar ayuda adicional a las hipótesis de valoración y conclusiones obtenidas aplicando la DCF, y que reforzarían la opinión del valorador.

Entre estos métodos alternativos se encuentra el Enfoque de Mercado, en el que un tasador va más allá de los límites de la empresa y estudia los valores de otras empresas similares en relación a sus cifras de negocio o a los valores que ofrecen sus cuentas del balance. Para ello se utilizan los Múltiplos de valoración.

2.3.1.2. Enfoque de Mercado. Múltiplos de Valoración.

Los múltiplos ponen en relación la valoración del analista con algunas magnitudes financieras, **históricas** o proyectadas y permiten una comparación rápida y aparentemente homogénea entre un solo “dato” fácil de recordar.

Una valoración genera unos múltiplos; nunca los múltiplos generan la valoración. Conviene no olvidar que los múltiplos son la consecuencia, y no el origen o la causa de una valoración.

Normalmente, los Múltiplos son los resultados obtenidos de dividir el valor de las empresas comparables por su volumen de negocio o sus cifras de balance.

Numerador: El valor utilizado en el numerador de los Múltiplos es, a menudo, el valor de mercado de las acciones (MVE) o el valor de la empresa (BEV), que se determina sumando la Deuda financiera neta de la empresa más y el valor de mercado de las acciones (capitalización bursátil) o MVE.

Denominador: Los ejemplos más comunes de los denominadores de los múltiplos son: los ingresos netos, los beneficios antes de intereses,

impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) y los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT).

Un análisis de valoración utilizando el Enfoque de Mercado puede incluir otros múltiplos que son relevantes para la valoración de empresas pertenecientes a un sector en particular. Después de determinar los múltiplos de empresas comparables a la empresa objeto de estudio, un profesional de la valoración, revisa este rango de parámetros y lo utiliza para seleccionar el adecuado para la valoración.

Existen dos tipos de análisis en el Enfoque de Mercado:

Comp Trans, o análisis de transacciones comparables, en el cual el tasador revisa los valores a los que las empresas fueron adquiridas y los aplica para valorar la empresa objeto de investigación.

Comp Co, o análisis de empresas comparables, en que el evaluador revisa los valores a los que las empresas están negociando (comerciando) mediante múltiplos tales como EBITDA y se aplican para valorar la empresa objeto de exploración.

2.3.1.3. Principales tipos de múltiplos.

Valor Empresa/EBITDA.

Este múltiplo se obtiene de dividir el Valor Empresa (Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta), por el EBITDA. Excluye factores subjetivos como las dotaciones por amortización pero sólo puede ser utilizada entre empresas del mismo sector, con necesidades de inversión similares.

Valor Empresa/EBIT.

Este múltiplo se obtiene de dividir el Valor Empresa (Capitalización Bursátil + Deuda Financiera Neta), por el EBIT. Este múltiplo es menor popular ya que incluye elementos subjetivos como las dotaciones por amortización, la periodificación de inversiones pasadas y sujetas a distintas interpretaciones contables.

En tanto las inversiones pasadas no difieran sustancialmente de las futuras, sería aceptable; y admitiría la comparación entre empresas de distintos sectores, con perfiles de riesgo y crecimiento similares.

Precio/Cash Flow.

Este fue uno de los primeros ratios utilizados como complemento al más popular

PER. Pone en relación la capitalización bursátil con el Cash flow (beneficio neto más amortizaciones). Intenta aislar el efecto distorsionador de diversas políticas posibles de amortización.

No es comparable entre sectores, por la misma razón que el primero. Si es representativo aplicado en empresas del mismo sector, en especial si mantienen una estructura de capital, nivel de endeudamiento, similar.

PER.

El PER (Price/Earnings Ratio), divide el precio con el beneficio neto (BN). Con todas sus limitaciones, el BN es la magnitud más coincidente con el cash flow libre de la empresa, que a su vez es la que más coincide con el dividendo teóricamente repartible, compatible con los objetivos de crecimiento: la magnitud a descontar en el análisis de la inversión.

El BN de un año determinado puede venir condicionado gravemente por resultados extraordinarios de distinto signo, en este sentido, podría sustituirse por el Precio/Beneficio ordinario. Es un múltiplo comparable, en principio, entre sectores y empresas, que aísla los factores de riesgo y crecimiento.

Precio/Cash Flow Libre.

El cash flow libre es el beneficio repartible compatible con el crecimiento, es decir, el dividendo que la empresa repartirá.

Precio/Valor Contable.

Divide la capitalización bursátil por los recursos propios de la empresa. Es una aproximación patrimonialista y estática a la valoración, y no tiene en cuenta la diferente rentabilidad que una empresa pueda estar obteniendo sobre su inversión.

Es un ratio que, aunque teóricamente es comparable entre sectores con similar estructura financiera capital/deuda, no es muy utilizado.

2.3.1.4. Problemas en la aplicación del enfoque de mercado.

Independientemente del tipo específico de Enfoque de Mercado utilizado este método requiere de una atención especial en la valoración profesional para garantizar que los resultados obtenidos son exactos y fiables. Hay que cuidar la comparación de múltiplos entre empresas y, ante todo, si se hacen entre sectores distintos, ya que las conclusiones precipitadas pueden dar lugar a errores.

A veces, hay aspectos de la empresa objeto de valoración o del sector en el que opera, que pueden requerir ajustes en el modelo de valoración con el fin de obtener resultados precisos y comparables, como por ejemplo: eliminación de empresas con pérdidas, alisados de datos, cálculos de medias ponderadas, eliminación de datos atípicos y valores extremos.

Problemas más comunes. Algunos de los problemas más comunes que ocurren se enumeran a continuación:

- Partidas extraordinarias. Al realizar una valoración utilizando el Enfoque de Mercado se trata de asegurar que las cifras de explotación utilizadas, tengan ajustados los gastos o ingresos extraordinarios. Un hecho extraordinario como la venta de una división de la empresa o bienes inmuebles de ésta, incrementa los flujos de caja en un periodo puntual, alterando el valor de la empresa calculado mediante los flujos de caja ordinarios producidos año tras año por las operaciones propias de la actividad. La inclusión esporádica, ya sea en los ingresos o en los gastos, distorsionará los valores en relación a otras empresas comparables. El efecto de esta distorsión puede ser desviar el rango del valor al alza o a la baja, lo que hace que la valoración sea menos precisa. La inclusión de elementos extraordinarios en el EBIT o EBITDA de la compañía objeto de valoración también puede ocasionar la obtención de resultados inexactos en la valoración.

En general, la forma más adecuada de valorar una empresa cuando existen partidas extraordinarias es ajustar los resultados obtenidos o proyectados, y en su caso, considerar el valor de la partida extraordinaria por separado.

Las partidas extraordinarias son un problema al valorar la solvencia de una empresa ya que si tienen dificultades financieras, intentarán vender sus activos para recaudar efectivo o reducir su modelo de negocio, o llevaran a cabo despidos en su plantilla u otras actividades de

reestructuración, que conlleven partidas extraordinarias. Por tanto al utilizar el Enfoque de Mercado para evaluar la solvencia, los ingresos y los gastos deben ser estudiadas cuidadosamente para determinar que son los propios de la explotación.

- Múltiplos previsionales. Una variante popular del Enfoque de Mercado es el uso de estimaciones previsionales de las cifras de explotación como el EBITDA y el EBIT para valorar la empresa, en lugar de utilizar rendimientos históricos.

Si consideramos dos empresas con idénticos EBITDA en el último ejercicio, en las que, con respecto al EBITDA de la empresa A, se prevé reducir en los años sucesivos, y con respecto a la empresa B, se prevé un aumento rápido. Observamos que los múltiplos basados en resultados históricos no reflejan el futuro de empresas divergentes, mientras que los múltiplos basados en los resultados proyectados sí.

No obstante existen una serie de problemas potenciales como la obtención de estimaciones fiables de los resultados futuros. En el caso de las empresas comparables, los datos se obtienen a menudo de bases de datos (Thomson Reuters), que recogen estimaciones sectoriales, pero los analistas investigan en mayor número empresas grandes que pequeñas, por lo que éste método es difícil de aplicar.

Además el analista, debe asegurarse de que las proyecciones utilizadas para la empresa objeto de valoración sean razonables. Cuando se realiza una valoración retrospectiva de empresas en quiebra o con problemas financieros, se puede contar con proyecciones de gestión que no son creíbles o no están justificadas totalmente. Este problema puede ser aún mayor en casos de quiebras fraudulentas en las que no se puede confiar en las proyecciones financieras realizadas por su administración.

Todos estos problemas pueden llevar a que la valoración por el Enfoque de Mercado, utilizando datos previsionales, tenga las mismas deficiencias que afectan a un análisis DCF.

Elegir un múltiplo de valoración adecuado. No hay una forma única de aplicar el Enfoque de Mercado, aunque el uso de algunos múltiplos es más común que otros.

Algunos múltiplos de valoración no pueden estar disponibles, dependiendo de la calidad de las operaciones de una empresa y de su fase

de desarrollo, por ejemplo, una empresa tecnológica recién puesta en marcha no puede producir flujos de caja positivos lo que hace imposible aplicar un histórico de múltiplos EBITDA o EBIT.

Sin embargo, un múltiplo que no se base en los flujos de caja, sino en el beneficio, aún se podrían aplicar en este caso. Por otra parte, según en el sector al que pertenezca la empresa, se utilizarán diferentes múltiplos, por ejemplo, un múltiplo común para la valoración de las compañías de seguros es el BEV dividido por el valor contable de los activos; En la televisión por cable y en el mercado de las comunicaciones a menudo es apropiado utilizar un indicador de EBITDA. No obstante, Shaked y D'arezzo, (2009) no profundizan en su artículos sobre cuál es el más adecuado para cada sector.

- Comparabilidad de los resultados. Además de realizar los ajustes necesarios, en el caso de existencia de partidas extraordinarias, el analista debe evaluar la comparabilidad entre los múltiplos financieros que tomará de referencia y la empresa objeto de la valoración. Al nivel más básico, esto simplemente significa asegurar que hay suficientes cosas en común entre las empresas de las cuales se obtienen los múltiplos y la empresa valorada para obtener como resultado una valoración fiable. Las comparables y la empresa valorada, rara vez se adaptan perfectamente, pero la perfección no es obligatoria para proporcionar una valoración significativa o una opinión solvente, además la existencia de algunas diferencias entre ellas, es inevitable. El analista, normalmente, para determinar si una empresa es lo suficientemente comparable como para incluirla en un rango seleccionado de comparables, considerara la descripción del negocio, la ubicación y el tamaño de éste.

Además debe percatarse de que los múltiplos sean consistentes, por ejemplo, existen empresas que regularmente adquieren y se deshacen de sus filiales o unidades de negocio, sin embargo, los datos ofrecidos sobre sus resultados normalmente incluyen aquellas empresas que en el período de tiempo eran de su propiedad.

Si se está determinando el BEV de los últimos 12 meses (LTM-Last twelve months) el múltiplo de EBITDA debe reflejar un total de 12 meses de todas las unidades existentes en la fecha en que el BEV se está determinando. Esto puede suponer eliminar los resultados de las operaciones de desinversión del EBITDA (LTM), e incluir, mediante un prorrateo de las fechas, a todas las empresas que fueron adquiridas durante el período.

Por ejemplo, una empresa para la que se desea determinar el indicador BEV/ (LTM) EBITDA al 31 de diciembre. Sabemos que esta empresa fue adquirida a un competidor el 31 de marzo y que vendió una línea de productos el 30 de septiembre. El analista, debe asegurarse que el EBITDA utilizado en el cálculo de múltiplos, incluya, el EBITDA de la empresa adquirida en los tres meses hasta el 31 de marzo y elimine el EBITDA de los nueve meses hasta el 30 de septiembre de la línea de productos en la que se ha desinvertido, puesto que ya no forma parte de la empresa.

2.3.1.5. CONCLUSIONES SOBRE LA ELECCION

(Shaked, I y D'Arezzo, P., 2009)concluyen que la mayoría de las cuestiones planteadas por el Enfoque de Mercado y abordadas por profesionales de valoración están, de una forma u otra, destinadas a asegurar que las comparaciones sean acertadas y acordes con la frase: “manzanas con manzanas”.

El analista normalmente se esfuerza en garantizar que las empresas que prestan los múltiplos de referencia son suficientemente parecidas o similares a la empresa investigada, que los ajustes (como los de las partidas extraordinarias y las adquisiciones/desinversiones) se hacen para facilitar la comparabilidad y que el método se aplica adecuadamente, dada una empresa en particular, sector o factores económicos que afectan a la empresa objeto de valoración. Además, aunque el DCF es una de valoración importante, no es el único método que puede emplearse para determinar el valor y la solvencia.

Las valoraciones de las empresas con dificultades financieras o en quiebra pueden beneficiarse de la aplicación de s de valoración alternativas. Si en la valoración se aplica debidamente el Enfoque de Mercado puede ser una técnica de medición adecuada, que puede ayudar un profesional de la valoración a corroborar la solvencia y fundamentar sus opiniones sobre la valoración.

2.3.2. RIM. EL MODELO DE VALORACIÓN MIXTO.

Un modelo de valoración mixto es aquel método contable que, partiendo de un valor estático incorpora un elemento dinámico para conseguir el valor de la empresa arrancando, básicamente, del valor analítico o de coste de la empresa o tangible y agregándole el valor de los activos intangibles o inmateriales, es decir, el fondo de comercio o Goodwill (término anglosajón); éste último se valora en función de las rentas que se pueden obtener en el futuro.

$$\text{Valor de la empresa} = \text{Valor estático} \pm \text{Componente dinámico (Fondo de Comercio)}$$

El modelo RIM, es un modelo mixto, de origen anglosajón, concretamente norteamericano (1920) y está basado en el descuento de la renta residual (Residual Income Method) o los resultados anormales (Abnormal Results).

La formulación del modelo RIM es la siguiente:

$$V_0 = RP_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - k_e) \cdot RP_{t-1}}{(1 + k_e)^t}$$

Donde,

RP_0 son los recursos propios de la empresa en el momento 0.

El resto sería igual a la expresión actualizada del beneficio anormal también denominado beneficio residual o superbeneficio:

$$RDI_t^a = RDI_t - RP_{t-1} \cdot k_e$$

Donde,

RDI es el resultado de la empresa disponible para el propietario

k_e es la rentabilidad mínima exigida por el propietario inversor

Esta fórmula representaría el excedente empresarial, una vez deducido del resultado contable la remuneración esperada por el propietario, es decir, el coste de los recursos propios. El beneficio residual es, pues, el beneficio

contable de la empresa por encima del beneficio mínimo exigido por los accionistas o inversores de acuerdo con la rentabilidad mínima exigida a sus inversores.

Esta expresión se extrae de la siguiente, que muestra la relación entre los RP de un ejercicio y el precedente, según la cual los RP se incrementan por las retenciones de beneficios:

$$RP_1 = RP_{t-1} + RDI_t - DIV_t$$

Para concluir podemos decir que el beneficio contable BDI se puede descomponer en un beneficio mínimo o esperado por el propietario de la empresa, que denominaremos beneficio normal BDI^n y un exceso de beneficio sobre éste mínimo, que es el superbeneficio o beneficio residual, que denominaremos beneficio anormal BDI^a .

Si el $BDI^n < BDI$, se genera un Fondo de Comercio positivo – GW - Goodwill; aunque se espera que el BDI sea superior al BDI^n , puede ocurrir que el $BDI^n > BDI$, entonces se genera un Fondo de Comercio negativo – BW.- Badwill. (Rojo, 2007).

El fondo de Comercio será positivo o negativo en función de la capacidad de la empresa para generar beneficios por encima de la media del sector. El Fondo de comercio hace referencia a una serie de componentes inmateriales tales como la imagen, influencia de la empresa en el mercado, clientela, recursos humanos, capital intelectual, ventajas competitivas, procedimientos de fabricación, etc. (Rojo, 1995)).

La tasa de actualización a aplicar en el modelo RIM.

La elección del k_e o rentabilidad mínima esperada por el inversor o propietario de la empresa, a aplicar en el modelo RIM, no deja de ser una decisión subjetiva, ya que requiere la estimación del riesgo de la inversión.

Usualmente se utilizaba para su cálculo el modelo CAPM (Sharpe, 1964), pero éste es más adecuado para empresas cotizadas. En la valoración de Pymes (empresas no cotizadas) el procedimiento más adecuado para el cálculo de la tasa de actualización a aplicar, es aquel que incluye una prima de riesgo sustituta de la incertidumbre manifiesta del inversor/empresario.

Según este procedimiento, se considera que la rentabilidad mínima que exige un propietario o inversor cuando coloca sus recursos en una empresa es la suma de dos componentes: una tasa libre de riesgo (i) y una prima de riesgo (P). (Alonso, 2011).

$$k_e = i + P$$

La tasa libre de riesgo i es el rendimiento que se consigue al colocar los recursos disponibles en deuda pública de países reconocidos como solventes, que no implique riesgo alguno.

La prima de riesgo P (“*Equity Premium*”), reconoce que las inversiones distintas de la deuda solvente, es decir, las inversiones empresariales, implican riesgo.

Este procedimiento para el cálculo de la tasa, se denomina procedimiento de tasa (PdT) y reduce directamente el valor calculado de la empresa, mediante la incorporación del descuento en la tasa de actualización.

El riesgo de las PYME.

Las PYME, además de los problemas generales para la determinación de la tasa de actualización, introduce además del riesgo de mercado, otros riesgos adicionales como son el riesgo de disponibilidad o iliquidez, el riesgo de falta de control por parte del propietario o empresario y el riesgo de diversificación, derivado de la circunstancia de tener concentrados todos los recursos en un único negocio. Por este motivo se añade un nuevo parámetro a la tasa de actualización calculada. En el caso español es difícil de asignar primas por diversificación y riesgo de control. Las primas de riesgo por iliquidez suelen estar situadas en torno al 15 y el 25%.

Igualmente, la AECA considera que las Pymes se comportan como un inversor económico de riesgo IeR (Rojo, 2007: 126), es decir “aquellos que ponen todos sus huevos en una sola cesta, incurriendo en un gran riesgo ya que tienen todo su patrimonio invertido en su empresa” (Rojo, 2010, pag. 37). Por este motivo el inversor económico de riesgo no se conforma con una rentabilidad $k_e = i + P_M$, e incorpora una prima específica que recogería la falta de liquidez de la inversión.

$$k_e = R_f + P_M + P_e$$

Siendo,

R_f : La rentabilidad libre de riesgo.

P_M : La prima de mercado para un inversor diversificado y con liquidez.

P_e : La prima de riesgo específico del negocio, que podría ser calculada por la siguiente expresión:

$$P_M * \frac{\sigma_a}{\sigma_M}$$

Es decir, la prima de mercado por el cociente entre las desviaciones típicas de la rentabilidad financiera de la empresa después de intereses e impuestos y de la rentabilidad del mercado, respectivamente (Rojo, 2007, p.126).

Esta reformulación es la propuesta por la AECA (2005), y según Rojo, (2011), es eficiente, acorde a la práctica y ofrece objetividad en el proceso (Rojo, 2011, pag. 8).

2.3.3. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA QUE SE ENCUENTRA EN SITUACIÓN CONCURSAL.

Tal y como indica, González, (2007), cuando una empresa es declarada en concurso, su valor se deteriora aún más, ya que el entorno del concurso afecta a la valoración de la empresa principalmente porque ésta se encuentra en un punto de dificultad financiera grave, el entorno social es agresivo, necesita tomar medidas drásticas y todo ello supondrá un coste adicional.

En la nueva LC del 2003, como en la anterior de ¿?, se sigue manteniendo el criterio de valorar la empresa declarada en concurso de acuerdo con el valor contable del neto patrimonial resultado de la diferencia entre activos y deudas. Esto se debe que siempre se ha creído más adecuado no adoptar un método de valoración basado en el futuro, ya que cuando la empresa se encuentra en un entorno concursal, éste ya es, ya es en sí mismo, de máxima incertidumbre; no obstante aparece un cambio importante respecto a los criterios anteriores con la introducción de la valoración a valor de mercado para establecer el valor de cada elemento de la masa activa patrimonial.

Según el González (2007), existen dos momentos claves en los que la valoración es necesaria:

- Cuando el deudor solicita el concurso voluntario o, cuando tratándose de concurso necesario, el juez le solicita la información contable (art.6 LC) debiendo presentar un inventario de bienes y derechos a valor de mercado (tasación), que viene a complementar la misma información presentada a coste histórico.
- Por otro lado, la Administración concursal debe presentar un informe ordinario en el que incluirán un inventario de la masa activa utilizando valores de mercado junto con la relación de los acreedores.

El valor de mercado vendrá a determinar la garantía real disponible de la masa activa frente a las deudas contraídas, así como para establecer una valoración financiera de la situación de la empresa lo más real posible.

Reilly (2007), ofrece una aproximación a las 10 razones más relevantes sobre la necesidad de llevar a cabo la valoración de las empresas en conflicto en USA, tras el rápido crecimiento de número de procedimientos concursales de empresas en los últimos años, en la mayor parte del sector industrial y comercial del país e independientemente del tamaño de la empresa.

El autor señala que existen una serie de factores que han contribuido a este aumento de empresas en quiebra, entre los que se incluyen:

- Lento e incierto crecimiento de la economía nacional.
- El fortalecimiento general de la competencia extranjera en la mayoría de las industrias.
- Exceso de producción y servicios, a precios similares a los de la competencia, en muchos segmentos del mercado interno.
- Aumento constante del gasto en I+D y de las necesidades de inversión de capital en muchas industrias.
- El constante aumento de los costes de la deuda y de la financiación del capital propio.

Como punto de partida, apunta que, cuando la empresa industrial o comercial se encuentra en esta gravosa situación, se hace necesaria la valoración de sus activos, propiedades y de los intereses comerciales incluidos en la masa de concursal, además de resumir algunas de las razones más comunes para llevar a cabo una valoración del negocio empresarial del deudor, o de sus bienes, de cara al concurso.

Se discuten además, algunos de los factores específicos de la industria que el analista debe tener en cuenta a la hora de valorar el negocio empresarial del deudor, que se encuentra en esta delicada situación. Incluso se hace referencia, a las oportunidades de asesoramiento financiero con que contarán los analistas que evalúen la empresa con el fin de participar en el procedimiento concursal, así como de la figuras que pueden intervenir en este procedimiento en los EEUU como son el “deudor en posesión”, los diversos comités de acreedores garantizados y no garantizados, el abogado de todas las partes, el juez concursal y el administrador.

A continuación se mencionan las diez razones más representativas para el autor, por las que se debe llevar a cabo una valoración en el marco de un procedimiento concursal – “Top 10”.

1. Protección adecuada de los intereses asegurados de los acreedores.

En el marco del Código de Bancarrota de EEUU, un acreedor con un crédito garantizado tiene derecho a una protección adecuada de sus intereses o propiedades garantizados cuando se solicita ayuda mediante la suspensión automática, y se reclamará antes de que el “deudor en posesión” o el administrador concursal puedan utilizar, vender o ceder ciertos tipos de garantías. Una de las disposiciones relativas a la "protección adecuada" se refiere específicamente el valor de la garantía del acreedor.

Si el valor de la propiedad garantizada del acreedor se reduce durante el procedimiento de quiebra, el administrador concursal puede hacer los pagos a los acreedores a fin de proporcionar una protección adecuada. Sin embargo, en lo que respecta a la garantía de este acreedor, el Código de Bancarrota no especifica el método apropiado de valoración o la fecha. Para garantizar la adecuada protección de los acreedores, los tribunales han permitido varias premisas valorativas con respecto a ésta valoración, por ejemplo, el valor corriente (según el método de flujo de efectivo descontado), el valor de precio mayorista (de referencia) y el precio de venta estimado por el juez (un justiprecio).

2. División conforme a las reclamaciones de los acreedores garantizados

Se refiere a la división del procedimiento y se produce cuando la reclamación de un acreedor garantizado tiene un valor razonable de mercado que es inferior a su valor nominal.

En este caso el requerimiento se divide en dos partes:

- (1) un crédito garantizado por el valor real de mercado de la garantía.
- (2) un crédito no garantizado por la merma de valor de la garantía.

Por lo tanto, la valoración de los bienes en garantía debe considerar tanto su uso actual como la propuesta de enajenación.

En el marco del Código norteamericano, la determinación de los factores que afectan al valor de la garantía, debe hacerse conjuntamente con la

justicia, ya sea cesión, utilización o bien sujetos a un plan de reorganización que afecte a los intereses asegurados. Además el valor que tomen estos activos en garantía puede influir en la potestad del acreedor con derecho a voto para aceptar o rechazar un plan de reorganización propuesto. La valoración de los bienes en garantía, podrá afectar a la cuantía a percibir por los acreedores garantizados, en el marco de un plan de reorganización.

3. La determinación de la insolvencia de la sociedad deudora

La insolvencia de la sociedad deudora es una condición necesaria en el marco del Código de la Bancarrota, ya que cualquier cesión o pago podría considerarse fraudulenta. En este marco el término "insolvencia" significa que los pasivos de la empresa del deudor deben ser mayores que sus activos, a valor razonable (excluyendo cesiones o pagos fraudulentos).

En consecuencia, la determinación de la insolvencia requiere de una valoración de los bienes del deudor, tanto de sus activos tangibles como intangibles, y de los pasivos de éste, a corto y a largo plazo. Sin embargo, el Código de Bancarrota no especifica cuáles son los criterios, o procedimientos de valoración adecuados, que el analista debe utilizar en éste caso.

4. La determinación del mejor interés para los Acreedores según el Capítulo 11 de la Ley de Bancarrota.

Siguiendo con el Código de Bancarrota de EEUU, el acreedor debe aceptar un plan de reorganización, siempre y cuando el valor a percibir no sea inferior a la cantidad que percibiría en caso de liquidación.

La fecha más adecuada para esta valoración es la del plan de reorganización. Con el fin de determinar el mejor interés del acreedor, la valoración se realiza normalmente por el valor de reposición considerando una transmisión ordenada y no en base a una liquidación forzosa. La premisa del valor de reposición en base a la liquidación se utiliza generalmente para determinar si un plan de reorganización, en oposición a un plan de liquidación, es menor para el Mejor Interés de los Acreedores. Por el contrario, la premisa del valor de uso continuado, como empresa en marcha, se utiliza generalmente para determinar si una

clase de acreedores debería aceptar o rechazar la propuesta de plan de reorganización.

5. Determinar si un Plan de Reorganización es razonable y equitativo para el acreedor disconforme, según el Capítulo 11 del Código norteamericano.

Con el fin de determinar si una propuesta de Plan de Reorganización es justa y equitativa para los acreedores disconformes, el valor de los activos se suele determinar según los intereses de los acreedores con garantía de propiedad. Además, también suele calcularse el valor actual de los pagos futuros, en el marco del plan de reorganización.

El valor actual de los pagos futuros esperados se establece normalmente mediante el descuento de las cantidades de dinero que espera recibir el acreedor en el marco del Plan. Sin embargo, el Código de Bancarrota no define específicamente la base o la para la determinación de la tasa de descuento adecuada para la actualización del valor.

Por otra parte, para determinar si los actuales accionistas de la empresa deudora tendrán el control después de la quiebra, éstos deberán, o bien:

- (1) Demostrar que los acreedores no garantizados retienen o reciben la propiedad con un valor actual igual al importe de sus créditos sin garantía a fin de satisfacer la "regla de prioridad absoluta".
- (2) Contribuir suficientemente al "nuevo valor" con el fin de readquirir el control de la sociedad deudora.

Además, la valoración de las acciones de la compañía deudora es importante para determinar si la propuesta de plan de reorganización es elegible para el procedimiento "cramdown".

6. Establecer la viabilidad de la Propuesta de Plan de Reorganización.

La viabilidad del Plan de Reorganización se refiere a la solidez de la estructura de capital propuesta para la empresa deudora y ésta tiene una posibilidad razonable de recuperación financiera. Para aprobar la propuesta, previamente el juez determinara que no existen probabilidades de que la empresa deudora acabe en liquidación, o que se necesite una

reorganización financiera adicional. Por tanto la valoración puede ser necesaria para demostrar la viabilidad de la propuesta de Plan de Reorganización.

7. Bienes patrimoniales de valor intrascendente en Bancarrota

El concepto de "valor insignificante"⁸ es importante en el contexto de la bancarrota. Si la propiedad no está exenta del procedimiento, pero sin embargo, es de poco valor, el deudor puede tratar de obligar al administrador a devolverla a los deudores. Es decir, si los intereses de los acreedores asegurados están garantizados con propiedades en la sociedad deudora y tienen un "valor insignificante", pueden perderla como garantía.

Por o el administrador concursal, puede o debe desechar los bienes de la masa de la quiebra que son de "valor insignificante". En consecuencia puede obligarse a demostrar mediante una valoración de los activos de la empresa deudora que éstos activos son bienes de "valor insignificante".

8. Planificación de una transacción corporativa durante la bancarrota.

La valoración de los negocios de la sociedad deudora es normalmente necesaria cuando el "deudor en posesión", o el administrador, están planeando una operación empresarial importante, tal como una fusión o una adquisición. Esta valoración tiene por objeto garantizar que la masa de la quiebra recibe un precio justo por la parte del negocio que se venda, o paga un precio justo por la parte del negocio que se adquiera.

Del mismo modo cuando la masa activa patrimonial se van a transferir en condiciones distintas a una transacción entre partes independientes (o sea entre partes vinculadas), también suele ser necesaria la valoración, ya que tiene por objeto garantizar que la masa de la quiebra no recibe un precio inferior al justo por los activos que se transfieren a la parte vinculada, o no paga un precio superior al razonable por los activos que se adquieren de otra parte vinculada.

En cualquier caso, el fin último de la valoración es garantizar que la masa activa patrimonial no se ve mermada como resultado de la propia operación de negocios.

⁸ El tribunal de quiebras sólo permite al administrador a abandonar la propiedad de los bienes si su valor es insignificante.

9. Evitar las transferencias fraudulentas.

Las transferencias de una empresa deudora pueden ser anuladas por fraudulentas si los activos se transfieren por un precio inferior al “valor razonable equivalente”. Una transferencia fraudulenta se produce si la sociedad deudora es insolvente, o se convierte en insolvente como causa de la transferencia, si después de la transferencia se participa en una empresa con una cantidad excesivamente pequeña de capital o se destina a incurrir en deudas que estarían más allá de la capacidad de pago de la empresa deudora. En consecuencia, la determinación de una transferencia fraudulenta puede exigir una valoración tanto de los bienes transferidos por la sociedad deudora como por los bienes recibidos por la misma.

10. Títulos que se dan a un tipo de acreedores como parte de la Propuesta de Plan de Reorganización

La distribución de compensaciones bajo un Plan de Reorganización en un procedimiento del Capítulo 11 puede consistir en títulos de la sociedad deudora. El valor de estos títulos distribuidos como indemnización concedida a los acreedores, depende de la valoración del negocio o de la valoración de las acciones de la sociedad deudora reorganizada. En consecuencia, la valoración suele ser tan necesaria para el negocio de la empresa deudora, como para la distribución de los títulos de una sociedad, en el marco de la Propuesta de Plan de Reorganización.

2.3.4. CONSIDERACIONES DE VALORACIÓN PARA SECTORES ESPECÍFICOS.

Reilly (2007) señala expresamente, que el analista debe considerar todos los factores específicos del sector al que pertenece la empresa deudora, cuando lleva a cabo la valoración del negocio empresarial. Estos suelen incluir:

- Las regulaciones federales y estatales que afectan a las entidades industriales y comerciales, incluidas las específicas del sector, los reglamentos o requisitos de licencia.
- Cualquier intangible único que exista y el efecto de las regulaciones sectoriales sobre el valor de ciertos intangibles.
- Consideraciones de la Defensa de la Competencia con respecto a las fusiones y consolidaciones en el sector industrial que nos ocupa.
- El impacto de la regulación estatal (agencia gubernamental) con respecto al desarrollo, comercialización y transferencia de productos o servicios en el sector.
- Los efectos económicos del producto o la duración del ciclo de desarrollo, los gastos de I + D, los gastos de capital necesarios y la protección de propiedad intelectual en materia industrial. Los valoradores deberían considerar éstos y otros factores específicos del sector, a la hora de realizar una valoración de cualquier empresa industrial o comercial deudora que se encuentre en concurso.

En conclusión, cuando una sociedad deudora, industrial o comercial, presenta un concurso hay numerosas razones para realizar una valoración de sus bienes patrimoniales, propiedades o intereses comerciales. En este artículo, el autor presenta un listado "Top 10" de las razones más comunes para llevar a cabo la valoración. No obstante, no pretende ser un listado exhaustivo ni las razones se presentan por orden de importancia. Cuando una de estas razones se plantea en un procedimiento concursal, las partes, incluido el "deudor en posesión", los acreedores garantizados y no garantizados y sus respectivos asesores legales, deben acudir a un analista con experiencia en la materia, debiendo estar familiarizado con el reglamento, los precedentes judiciales y los procedimientos administrativos necesarios en estos casos. Por lo tanto, un valorador especializado debe prestar servicios de asesoramiento financiero, contar con experiencia con respecto a la valoración de los negocios de tipo industrial, de sus títulos y de los activos tangibles e intangibles.

3. EL VALOR DE LA EMPRESA CONCURSADA: UNA INVESTIGACIÓN PARA EL CASO DE LA EMPRESA ESPAÑOLA.

Con el fin de llevar a cabo un estudio comparativo de la evolución en el valor de las empresas españolas, tanto no deterioradas como en situación concursal, para el periodo concreto 2005-2009, se ha aplicado para su valoración uno de los métodos contemplados en este estudio, el modelo RIM utilizando datos económicos oficiales de una muestra de empresas. Finalmente se han determinado las diferencias obtenidas.

3.1. FUENTE DE DATOS.

Los datos utilizados para este estudio han sido extraídos de la base de datos SABI - Sistema de Análisis de Balances Ibéricos, facilitada por la web de la Universidad de Almería - UAL.

Es ésta una base de datos económico-financiera, que incluye los estados financieros comprendidos en el periodo 1999-2010 para sociedades mercantiles españolas que han depositado sus cuentas anuales en los Registros Mercantiles. La versión de esta base utilizada es de 05/2011 y comprende un total de 1.080.000 empresas españolas.

Cada registro correspondiente a cada sociedad proporciona los siguientes datos sobre ésta: información de identificación y contacto, descripción de la actividad, códigos nacionales e internacionales de actividades, forma jurídica, fecha de constitución, número de empleados, consejo de administración, auditores, bancos, accionistas, filiales, participaciones, cotización en bolsa, balances, cuentas de pérdidas y beneficios, ratios, indicadores, tasas de variación, etc.

Los datos se actualizan periódicamente y se obtienen de fuentes oficiales como el Registro Mercantil o el BORME. Se conserva un histórico de 10 años en los datos económicos y financieros.

Para cada sociedad se pueden visualizar diversos gráficos que ilustran la evolución de la magnitud escogida en función del tiempo. Por ejemplo, se puede observar como varían en los últimos diez años los ingresos de explotación en un gráfico de barras. Además, cada empresa forma parte de un grupo por defecto según su actividad y el sistema permite ilustrar gráficos comparativos de cada empresa respecto a su grupo de referencia.

El sistema SABI permite una búsqueda según diversos conceptos y a la vez hacer búsquedas combinando diversos criterios de búsqueda mediante

operadores booleanos (and, or, not). Cuando el resultado incluye más de una compañía se muestra la lista.

Los resultados se pueden imprimir, guardar en un fichero, exportar a Excel o enviar por correo electrónico.

3.2. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA.

La muestra extraída para este estudio se concreta en un total de 327 sociedades, ubicadas en Almería y Murcia, que se encuentran en una de las siguientes situaciones:

- **Sociedades que se encuentran en situación concursal a partir del 2010.**
- **Sociedades que se encuentran en situación normal (no concursadas).**

Se ha convenido estas provincias, principalmente por la disponibilidad de datos y por sus características comunes, como son la proximidad geográfica y recursos económicos similares.

Para el cálculo del valor de estas empresas se han utilizado Balances de Situación extraídos de SABI de cinco ejercicios consecutivos correspondientes al periodo 2005-2009.

De la muestra inicial obtenida de 327 sociedades se han desestimado algunas de éstas, bien porque los datos económicos necesarios extractados no estaban completos para el periodo contemplado, bien porque la fecha de entrada en situación concursal no era 2010 o bien porque los valores ofrecidos distorsionaban los resultados promedio del resto de la muestra.

Finalmente la muestra ha quedado delimitada a los siguientes datos descritos en la Tabla 3.1:

Tabla 3.1. Distribución de doble entrada por provincias y situación

Provincia/Situación	Situación Concursal		Situación Normal	
	nº	%	nº	%
Almería	13	30%	78	52%
Murcia	30	70%	70	48%
TOTAL	43	100%	148	100%

Fuente: elaboración propia

Se concreta, pues en 191 sociedades de las que el 22% se encuentra en situación concursal y el resto, 88%, en situación normal o no deteriorada.

Las sociedades en situación concursal se han obtenido de la base SABI, tras realizar una selección geográfica para toda la provincia de Almería y para toda la Región de Murcia, posteriormente se han filtrado todas las que han entrado en concurso en 2010 y se han considerado únicamente las que contaban con los datos económicos oficiales, cuentas anuales consecutivas para los cinco ejercicios anteriores al cambio de estado, es decir, de activo a situación concursal.

Las sociedades en situación normal se han extractado, igualmente, del total de cada provincia según la siguiente estrategia de búsqueda: sociedades constituidas en la provincia de Almería y en la Región de Murcia que se encuentran activas a la fecha de la extracción, que han presentado cuentas anuales de 5 ejercicios económicos consecutivos anteriores al 2009, incluido éste, y cuya cifra de fondos propios registrada en Cuentas Anuales se sitúa en el Top 100, de la selección geográfica establecida.

Considerando la representatividad de la nuestra con respecto al total nacional, podemos indicar que según datos provisionales 2010 consultados con el INE, las 43 sociedades en concurso suponen sólo el 0,75%, no obstante la muestra concursal almeriense supone el 37% del total sociedades en concurso registradas provisionalmente por el INE en la provincia en 2010 y el 2% con respecto al total andaluz (606) y la muestra murciana supone el 15% del total presentado en la Región para éste mismo año.

3.2.1. CLASIFICACIÓN POR TAMAÑO.

Posteriormente se ha clasificado la muestra de empresas por su tamaño, atendiendo a la estipulación de la Recomendación de la Comisión Europea de la UE de 6 de mayo de 2003, basada en la Carta de la Pequeña Empresa emitida en el Consejo Europeo de Santa María da Feira en junio de 2000, con entrada en vigor el 1 de enero de 2005, que acuerda los siguientes requisitos:

Tabla 3.2. Requisitos de clasificación de las empresas por tamaño

Tamaño de empresa	Nº empleados		Ventas (M €)		Total del Balance
Microempresa	< 10	y	≤ 2	ó	≤ 2
Pequeña empresa	< 50	y	≤ 10	ó	≤ 10
Mediana empresa	< 250	y	≤ 50	ó	≤ 43
Gran empresa	resto				

Fuente: elaboración propia

Aplicando estos requisitos a la muestra analizada se ha podido distribuir las sociedades por su tamaño quedando según se detalla a continuación:

Tabla 3.3. Distribución de sociedades por tamaño y situación

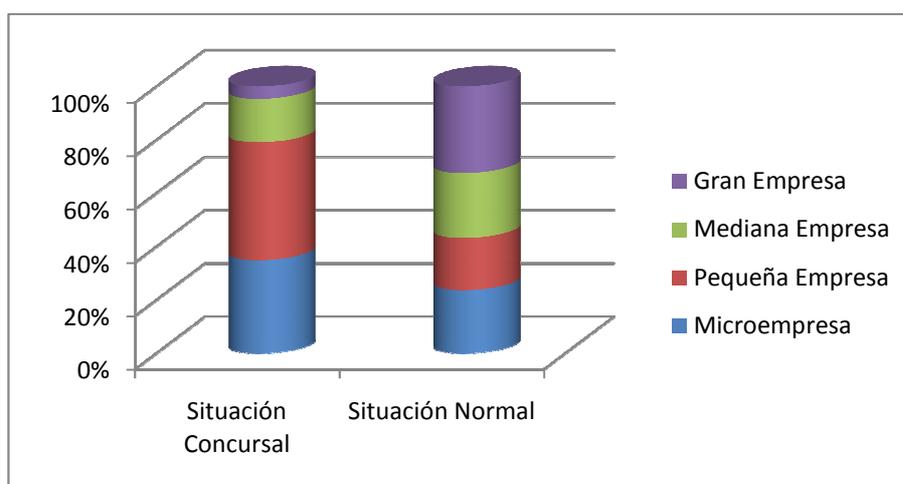
Tamaño/Situación	Situación Concursal		Situación Normal		Total	
	n°	%	n°	%	n°	%
Microempresa	15	34%	35	24%	50	26%
Pequeña Empresa	19	43%	29	20%	48	25%
Mediana Empresa	7	18%	36	24%	43	23%
Gran Empresa	2	5%	48	32%	50	26%
TOTAL	43	100%	148	100%	191	100%

Fuente: elaboración propia

En principio se observa que la totalidad de la muestra está casi igualmente distribuida por tamaño, es decir, 26% son Microempresas, 25% Pequeñas empresas, 23% Medianas empresas y 26% Grandes empresas.

Por otro lado, como dato más relevante, se constata que el mayor número de empresas en situación concursal son las de menor tamaño, microempresa y pequeña empresa, ostentando el 77% del total de la muestra en concurso, le sigue la mediana empresa con un 18% y finalmente la gran empresa, con un 5% poco representativo.

Gráfico 3.1. Distribución porcentual por situación y tamaño de la empresa



Fuente: elaboración propia según datos SABI

Posteriormente hemos ampliado los mismos datos por provincias:

Tabla 3.4. Distribución de sociedades en Situación concursal y normal por tamaño y provincia:

Tamaño/Provincia	Situación Concursal				Situación normal				Total	
	Almería		Murcia		Almería		Murcia		n°	%
	n°	%	n°	%	n°	%	n°	%		
Microempresa	6	46%	9	30%	25	32%	10	14%	50	26%
Pequeña empresa	6	46%	13	43%	20	26%	9	13%	48	25%
Mediana empresa	1	8%	6	20%	20	26%	16	23%	43	23%
Gran empresa	0	0%	2	7%	13	16%	35	50%	50	26%
TOTAL	13	100%	30	100%	78	100%	70	100%	191	100%

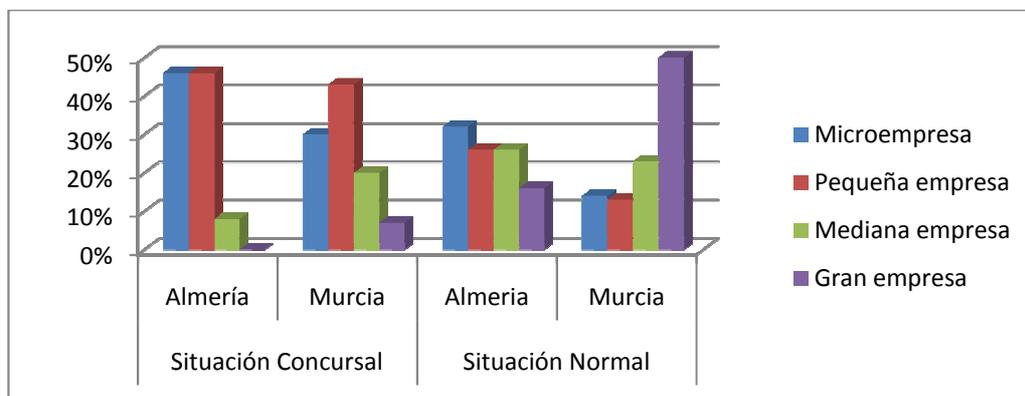
Fuente: elaboración propia

Es evidente que tanto en Almería como en Murcia las empresas en situación normal seleccionadas en ambas provincias con los mismos criterios presentan una distribución diferente, ya que en Almería son más numerosas las sociedades de menor tamaño, principalmente microempresas, seguidas en igual proporción de Pequeña y Mediana empresa. En cambio en Murcia ocurre lo contrario, el mayor volumen de empresas son de gran tamaño (50%), seguido de la Mediana empresa con un 23%.

Con respecto a las sociedades que han presentado la situación de Concurso de Acreedores durante el 2010, son las murcianas las de mayor número en la muestra con un 70% del total frente al 30% registrado por la provincia de Almería.

En la distribución por provincias, se comprueba igualmente que la mayor proporción de sociedades en concurso se concentran en la microempresa y pequeña empresa con un 92% en Almería y un 73% en Murcia.

Gráfico 3.2 Distribución de sociedades por situación, provincia y tamaño año 2010.



Fuente: elaboración propia según datos SABI

3.2.2. CLASIFICACIÓN POR SECTOR.

Hemos agrupado toda la muestra atendiendo al sector de actividad correspondiente, según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas CNAE 2009 facilitado en la web www.cnae.es.com:

Tabla 3.5. CNAE 2009

Sector	Actividad	Código
Primario	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	01-02-03
Secundario o industrial	Industria extractiva, industria manufacturera	05-06-07-08-09-10/33
Sector terciario: servicios, turismo comercio y transporte	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionada. Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación.	35-36-37-38-39
	Construcción	41-43
	Comercio al por mayor y al por menor ; reparación de vehículos a motor y motocicletas	45-47
	Transporte y almacenamiento	49-53
	Hostelería	55-56
	Información y comunicaciones	58-66
	Actividades financieras y de seguros	
	Actividades inmobiliarias	68
	Actividades profesionales, científicas y técnicas Actividades administrativas y servicios auxiliares Administración pública y defensa; seguridad socia Educación Actividades sanitarias y de servicios sociales	69-88
	Actividades artísticas, recreativas y de entrenamiento Otros servicios	

Fuente: elaboración propia según datos obtenidos de www.cnae.es.com

Se ha aplicado la anterior codificación a la muestra de sociedades analizada, que se encuentran identificadas con su CNAE correspondiente, y se han vuelto a distribuir los datos asignándole a cada una de las sociedades el sector al que pertenece.

No obstante lo anterior, se ha extraído del sector terciario, el subsector de la construcción y de la promoción inmobiliaria, por considerar que los datos que ofrecería serían más relevantes, y lo hemos igualado al resto de sectores.

De este modo la muestra queda distribuida en cuatro sectores en lugar de tres, como se detalla en la Tabla 3.6:

Tabla 3.6. Distribución absoluta y relativa de la muestra por situación provincias y sector al que pertenecen.

Sector/Provincia	Situación Concursal				Situación normal				Total	
	Almería		Murcia		Almería		Murcia			
	nº	%	nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
Agricultura, ganadería, pesca	2	15%	0	0%	2	3%	4	6%	8	4%
Industria	4	31%	7	23%	8	10%	16	23%	35	18%
Construcción	4	31%	14	47%	25	32%	16	23%	59	31%
Servicios y otros	3	23%	9	30%	43	55%	34	48%	89	47%
TOTAL	13	100%	30	100%	78	100%	70	100%	191	100%

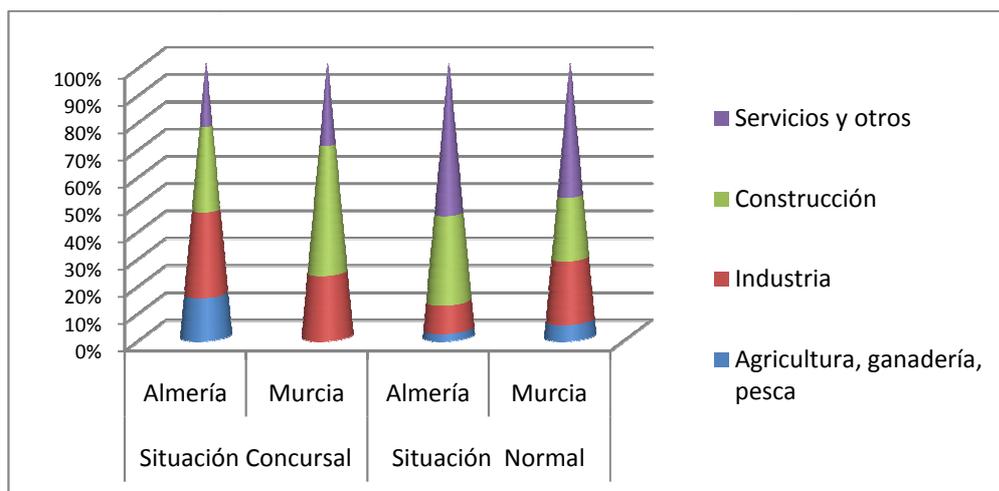
Fuente: elaboración propia

Los datos apuntan a que el mayor porcentaje sectorial es el de Servicios y Otros con un 47% del total de la muestra, aún después de haber extraído el subsector Construcción que ostenta un 31%, le sigue el sector Industria y finalmente el sector Primario, principalmente en manos de autónomos.

Con respecto a las sociedades en situación no deteriorada, tanto en la provincia de Almería como en la Región de Murcia, las cuales se han seleccionado según el criterio único de mayor cifra de recursos propios (Top 100), se concentran en el sector Servicios y otros, le sigue la Construcción y la Industria.

Del total de la muestra de sociedades pertenecientes al sector Construcción, un 31% se encuentra en Situación concursal.

Gráfico 3.3. Distribución porcentual por sectores año 2010



Fuente: elaboración propia según datos SABI

En el gráfico 3.3 se observa claramente que el sector más numeroso es el de la Construcción, extraído del sector Servicios y otros, y también es en el que se ha presentado mayor número de solicitudes de concurso de acreedores en 2010.

Según indica PWC en su informe del primer semestre 2011, como viene siendo habitual, los sectores de la construcción e inmobiliario son los que más números de insolvencias concentraron, concretamente el 45% del total (27% y 18% respectivamente).

Por último en la tabla 3.7 se muestra la clasificación de toda la muestra por situación, tamaño y sector;

Tabla 3.7. Distribución de empresas en Situación concursal y normal por sector y tamaño en 2010.

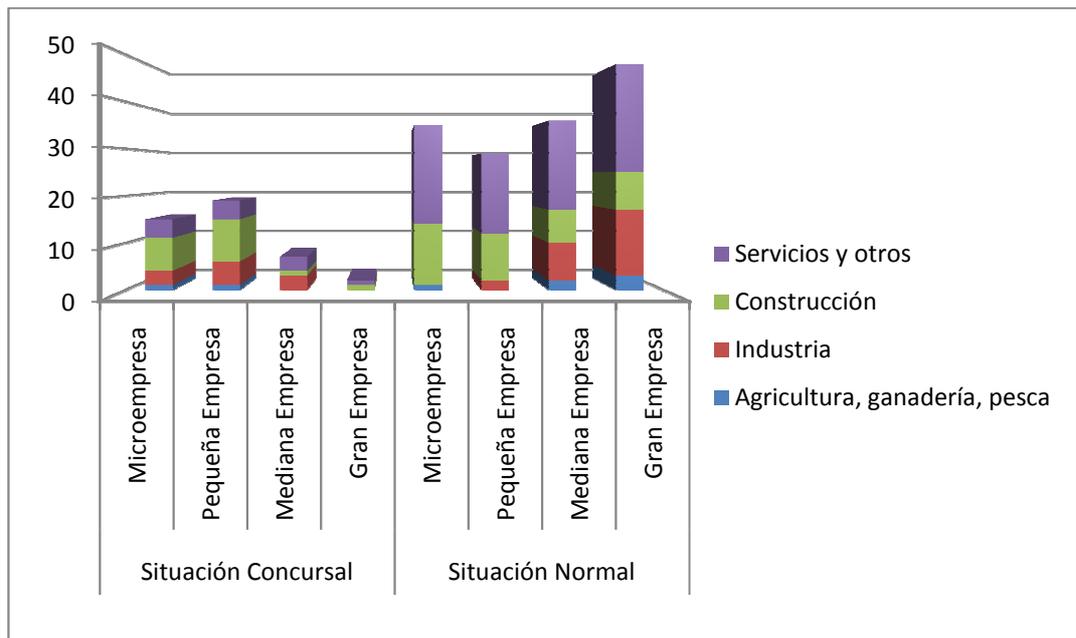
Sector/Tamaño	Situación Concursal				Situación normal				Total
	Microempresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Gran Empresa	Microempresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Gran Empresa	
Agricultura, ganadería, pesca	1	1	0	0	1	0	2	3	8
Industria	3	5	3	0	0	2	8	14	35
Construcción	7	9	1	1	13	10	7	8	56
Servicios y otros	4	4	3	1	21	17	19	23	92
TOTAL	15	19	7	2	35	29	36	48	191

Fuente: elaboración propia

Finalmente observamos que, a pesar de que el mayor número del total de empresas se concentra en el sector Servicios y otros, es el subsector Construcción el que presenta mayor número de casos de concurso (18), y dentro de este son las Pequeñas empresas seguidas de las microempresas las que han corrido peor suerte, 16 constructoras en total. Le sigue el sector Servicios y otros, y la Industria, también las de menor tamaño.

El Gráfico 3.4. muestra tales datos.

Gráfico 3.4.- (Distribución cuantitativa de empresas por situación, sector y tamaño.)



Fuente: elaboración propia según datos SABI

3.3. MODELO DE VALORACIÓN UTILIZADO

Para el cálculo del valor de las empresas (VE) se ha utilizado el modelo RIM, cuya formulación se ha detallado en el epígrafe 2.3.3.

De los datos económicos extractados de la base SABI, hemos utilizado la cifra de Recursos Propios y la de Resultado Neto de cada ejercicio comprendido en el periodo 2005-2009, respectivamente. Partiendo de estos datos hemos elaborado una tabla Excel (Anexo I) en la que hemos realizado el resto de cálculos, que hemos resumido brevemente en la tabla 3.8.:

Tabla 3.8. Parámetros y ecuaciones utilizados.

Datos utilizados para el cálculo de la VE	
Recursos propios	RP
Resultado Neto	RDI
Tasa de actualización	$k_e = R_f + P_M + P_e$
Rentabilidad libre de riesgo: Promedio anual para el periodo 2005-2009 de la rentabilidad de las Obligaciones del Estado a 10 años.	R_f
Prima de mercado: estimada 4,5%	P_M
Prima de riesgo específica del negocio: Se ha calculado la rentabilidad financiera para cada empresa y la rentabilidad del índice de mercado para cada año. Posteriormente se ha calculado su desviación típica a ambas.	$P_e = P_M * \frac{\sigma_a}{\sigma_M}$
Rentabilidad Financiera de cada empresa	$RF = RDI/RP$
Rdo. Esperado por el inversor	$RDI^n: k_e \times RP$
Rdo. Residual o anormal	$(RDI^a): RDI - RDI^n$
Goodwill	$GW: (RDI^a / K_e)$
Valor de la Empresa	VE: (RP + GW)

Fuente: elaboración propia

4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

A continuación se muestran, en las siguientes tablas y gráficos, la evolución porcentual anual, de los resultados obtenidos en el cálculo de VE mediante el modelo RIM, del Goodwill (GW) y de los Recursos Propios (RP), clasificados por Sector de actividad, tanto para las empresas en situación concursal como para el resto de ellas en situación normal.

4.1. RESULTADOS OBTENIDOS POR SITUACIÓN

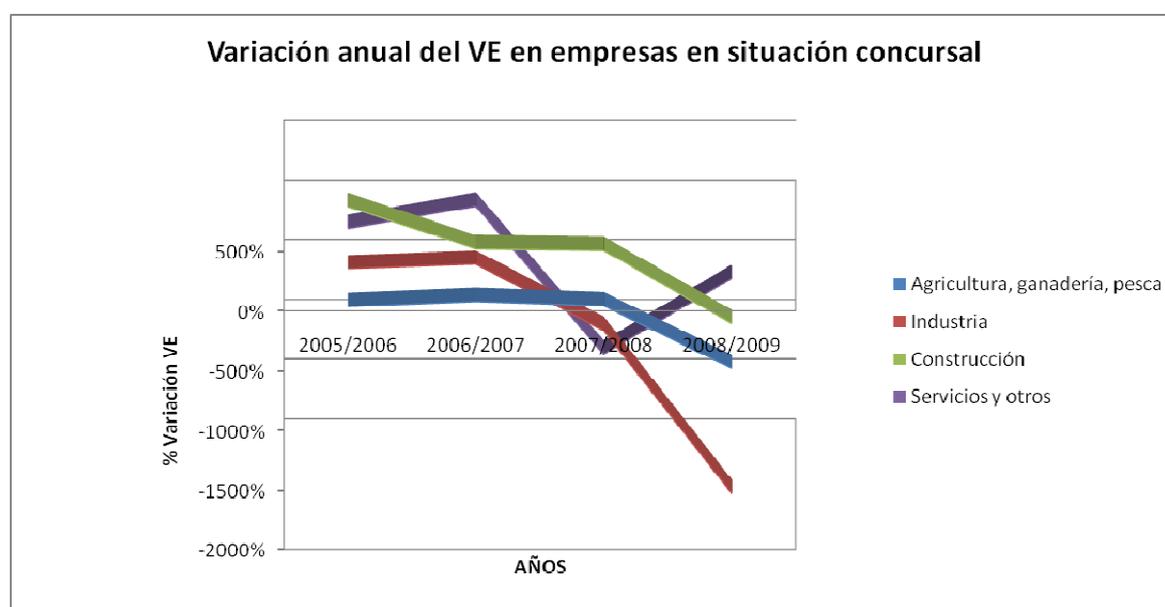
Evolución del Valor de las Sociedades en Concurso de Acreedores

Tabla 4.1. Sociedades en Situación concursal en 2010. Evolución porcentual del VE por sectores.

Sector/Variación VE Situación concursal	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	-45%	-2%	-39%	-562%
Industria	-2%	35%	-519%	-1884%
Construcción	243%	-111%	-124%	-736%
Servicios y otros	-215%	-28%	-1268%	-634%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.1



Fuente: elaboración propia

En el periodo 2005/2006 el VE crece en todos los sectores excepto en el sector de la construcción que ya comienza su declive, y es más pronunciada a partir del periodo 2007/2008. La pérdida de valor de las sociedades de la muestra pertenecientes a este sector ha sido constante en todo el periodo analizado. Esto

no ocurre con el resto que crecen durante el 2005/2006 pero encuentran su punto de inflexión común de decrecimiento a partir del 2007/2008. El sector que permanece más estable en el tiempo es el de la Agricultura y el único que recupera el valor de sus empresas a partir del 2008/2009 el sector Servicios y otros.

Evolución del Valor de las Sociedades en situación normal

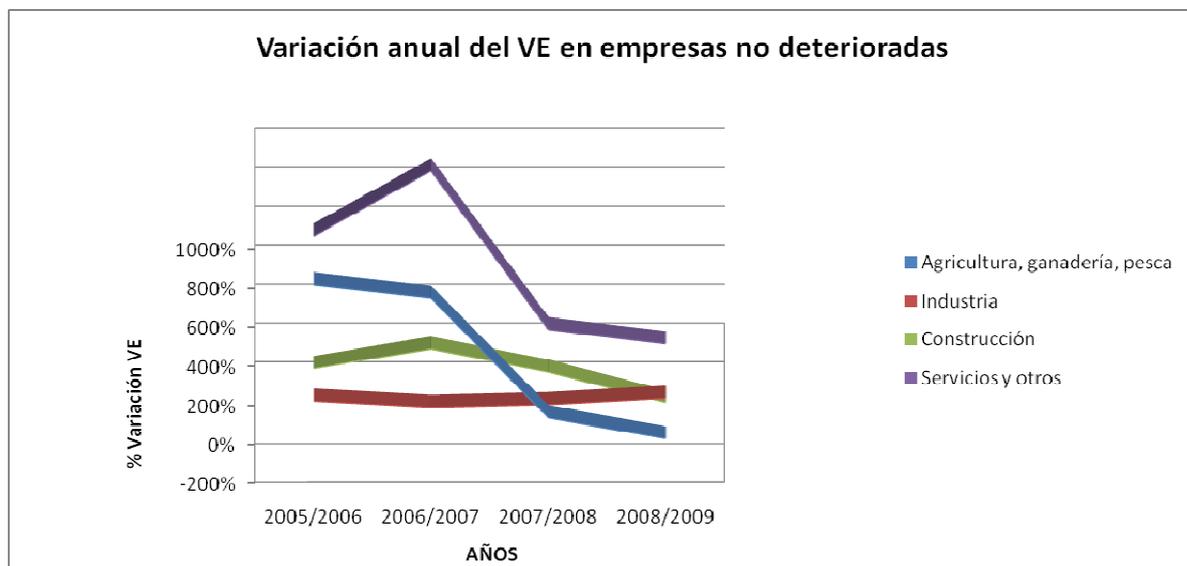
La distribución de los resultados de la evolución porcentual de los VE obtenidos para la muestra de empresas en situación activa normal durante el mismo periodo que la anterior se detalla en la tabla siguiente:

Tabla 4.2. Evolución porcentual del VE para empresas no deterioradas

Sector/Variación VE no deterioradas	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	768%	699%	86%	-22%
Industria	17%	-16%	-2%	32%
Construcción	29%	132%	11%	-149%
Servicios y otros	554%	888%	73%	1%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.2



Fuente: elaboración propia

Las empresas en situación normal han registrado una evolución porcentual decreciente del VE menos agresiva que las sociedades en concurso. Hasta el periodo 2006/2007 todas manifestaban un crecimiento positivo. Es a partir del 2007 cuando comienzan a evidenciarse la regresión para todos los sectores. No obstante son los sectores Servicios y el sector Primario, los que muestran una mayor caída.

Las sociedades dedicadas al sector de la construcción que no están deterioradas, se muestran más prudentes y mejor financiadas, no manifestando una caída tan contundente como en otros casos, ya que el crecimiento de su valor desde el 2005 tampoco ha sido muy pronunciado, solo en el último año pierden valor.

Igualmente el sector de la industria, se mantiene durante el periodo analizado en valores positivos sin movimientos bruscos.

Desglose del VE en sus dos componentes: RP y GW.

A continuación se muestra la evolución porcentual anual de cada componente del VE, es decir de los RP y del GW, para los dos tipos de muestra y por sectores, con el fin de determinar cuál de ellos ha tenido mayor incidencia en la variación analizada en el punto anterior.

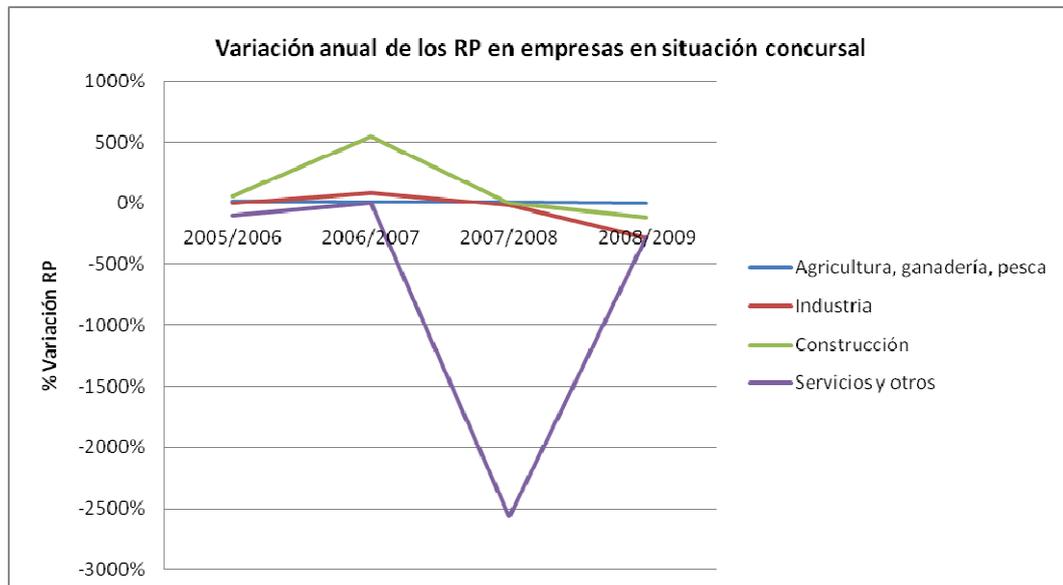
Sociedades en Concurso de Acreedores. RP.

Tabla 4.3. Evolución porcentual anual de los RP por sectores en empresas en concurso.

Sector/Variación RP situación concursal	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	17%	8%	8%	5%
Industria	4%	87%	-14%	-285%
Construcción	63%	547%	5%	-114%
Servicios y otros	-98%	4%	-2568%	-275%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.3



Fuente: elaboración propia

A la vista de los datos anteriores se observa que los RP en todos los sectores muestran un crecimiento porcentual en los dos primeros periodos analizados, es decir las sociedades han aumentado sus magnitudes de Neto Patrimonial; el sector de la construcción muestra el mayor crecimiento de todos, pero no ha sido suficiente, ya que ninguna de estas empresas ha podido afrontar con éxito el periodo más delicado del estudio, el 2007/2008.

Destacar que la mayor caída se corresponde con el sector servicios, pero que se concreta, principalmente, en una empresa distribuidora de electrodomésticos, que ha sufrido la crisis derivada del sector inmobiliario llevándola al concurso. Igualmente la recuperación del sector servicios es la más importante.

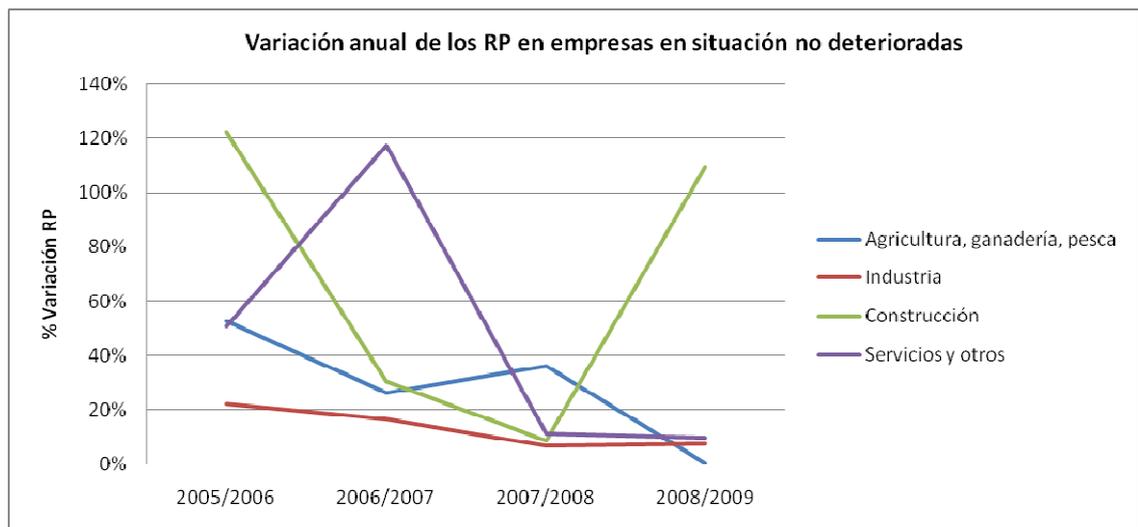
Sociedades en situación normal. RP.

Tabla 4.4. Evolución porcentual anual de los RP de las empresas no deterioradas

Sector/Variación RP	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	53%	26%	36%	1%
Industria	22%	18%	7%	9%
Construcción	125%	30%	9%	111%
Servicios y otros	51%	117%	11%	10%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.4



Fuente: elaboración propia

En este caso, a pesar de que las sociedades no se encuentran en situación concursal y, por tanto, no presentan un deterioro evidente, se observa que el comportamiento en la evolución de los RP no es homogéneo en todos los sectores, incluso estando igualmente expuestas a las circunstancias del mercado.

El sector Agrícola revela una evolución decreciente marcada por el cambio de periodos, y con una pequeña recuperación en 2008, además no variaciones negativas, aunque si un receso en las positivas.

La evolución del crecimiento de los RP en la Industria es positiva pero muy discreta, permaneciendo prácticamente paralización en todo el periodo, lo que no deja de ser un punto a su favor, en términos generales no se realizan nuevas aportaciones de RP a las empresas, manteniéndose las cifras constantes y a la expectativa.

La Construcción presenta la evolución más característica, los RP sufren una merma considerable desde el 2005 hasta el 2007, a partir de este momento la recesión es menos pronunciada hasta 2008, momento en el que se toman medidas y registra una evolución positiva muy representativa, fruto de la intención de recuperación, superando su crecimiento al de todos los sectores.

El sector Servicios es el peor parado, a partir del 2007/2008 presenta una evolución porcentual negativa prominente de sus RP hasta 2008, que denota la escasa reinversión o aportación de nuevos fondos, en el último periodo el decrecimiento se desacelera, no recuperándose en todo el periodo.

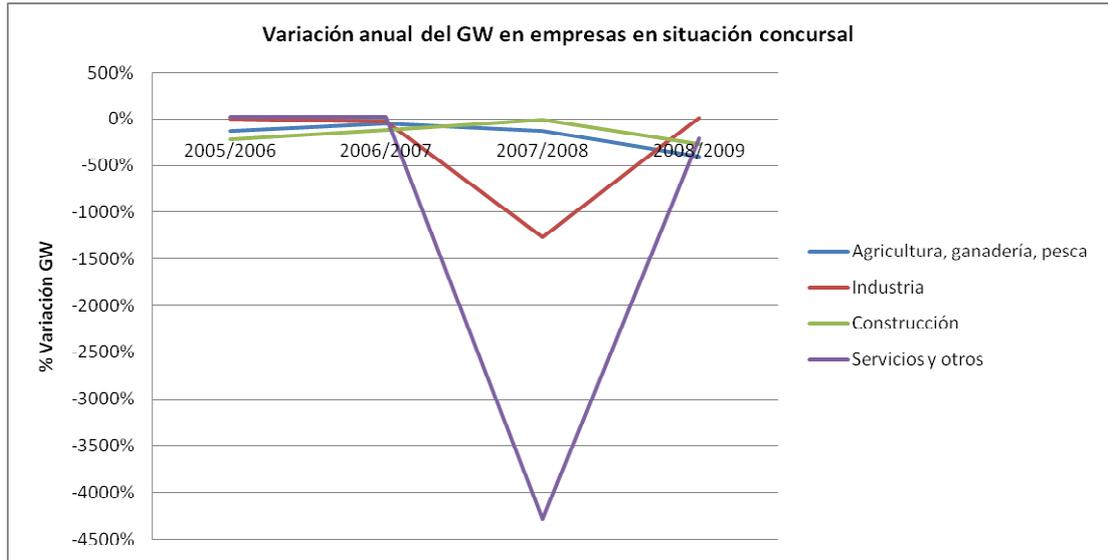
Sociedades en Concurso de Acreedores. GW.

Tabla 4.5 Evolución porcentual anual del Goodwill por sectores de empresas en concurso.

Sector/Variación GW Situación concursal	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	-132%	-51%	-131%	-404%
Industria	-3%	-33%	-1268%	17%
Construcción	-221%	-121%	-9%	-272%
Servicios y otros	18%	21%	-4278%	-210%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.5 Evolución porcentual anual del GW por sectores



Fuente: elaboración propia

En las empresas en concurso de acreedores, la evolución porcentual del GW, muestra, al principio del periodo analizado 2005/2006, una desaceleración que le lleva a una evidente disminución durante el 2007, recuperándose al finalizar este periodo.

La mayor pérdida del valor inmaterial, derivada de factores como la clientela, la eficiencia, la organización, el crédito, la reputación o experiencia, lo presentan las sociedades pertenecientes al sector Servicios, muy perjudicada en el periodo 2007/2008, tras este momento comienza su recuperación, como ocurre en el sector Industria con un comportamiento similar pero no tan acentuado.

El GW en los sectores de la Agricultura y de la Construcción no se ven tan afectados, como el resto aunque pierde valor.

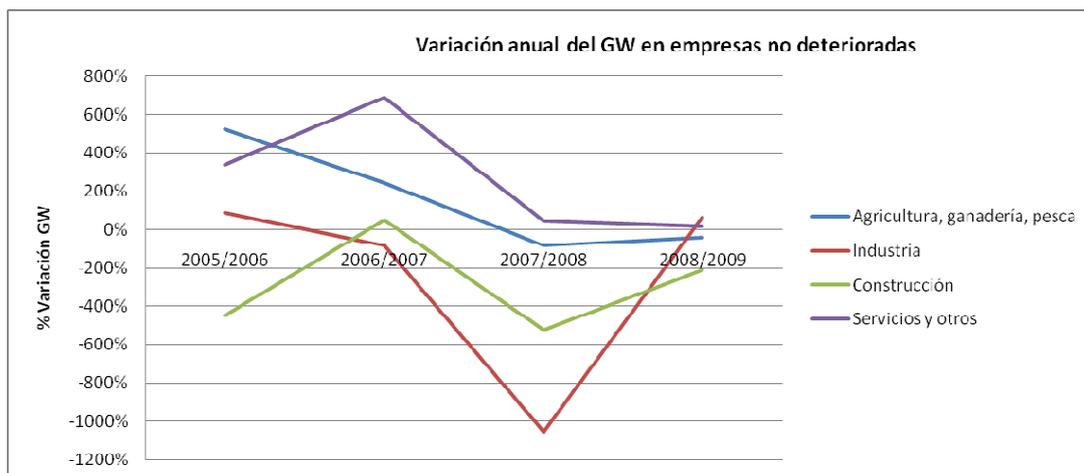
Sociedades en situación normal. GW.

Tabla 4.6. Evolución porcentual anual del Goodwill de las empresas no deterioradas por sectores

Sector/Variación GW no deterioradas	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Agricultura, ganadería, pesca	524%	243%	-81%	-40%
Industria	86%	-84%	-1013%	58%
Construcción	-459%	51%	-537%	-217%
Servicios y otros	339%	688%	46%	14%

Fuente: elaboración propia

Gráfico 4.6



Fuente: elaboración propia

Las sociedades en situación normal también han sufrido una considerable pérdida de valor inmaterial hasta el 2008. Unas, como las pertenecientes al sector agrícola comienzan en 2005, posiblemente por la merma en sus resultados derivada de la subida del combustible agrícola, y la eliminación posterior en 2009, de las deducciones fiscales del 35% de la factura del gasóleo y del 15% de la factura de fertilizantes, entre otras. El sector Servicios se comporta de forma similar. Ambos sectores no alcanzan variaciones negativas y comienzan su lenta recuperación a partir del 2008.

Los sectores de la construcción y de la Industria son los que sufren la peor pérdida del GW, llegando a registrar altas variaciones negativas en 2008, a partir de este momento comienza su recuperación pero, en el caso de la construcción no consigue crecimientos positivos.

En términos generales la tendencia en la evolución del GW, indistintamente del deterioro de liquidez que presente la empresa en cuestión, se ha comportado aparentemente de igual forma en el periodo analizado, es decir la baja. El periodo crítico estudiado pone de manifiesto la pérdida de confianza en las sociedades y por tanto del deterioro en su valor inmaterial (fondo de comercio), principalmente por la incertidumbre manifiesta.

4.2. DISCUSIÓN

El propósito de este trabajo ha sido valorar una muestra de empresas ubicadas en Almería y Murcia, agrupadas en dos grupos comparables en cuanto a tamaño y sector de actividad; por un lado sociedades que se encontraban en Concurso de Acreedores desde 2010 y por otro lado sociedades en situación normal, seleccionadas por registrar una cifra de fondos propios representativa dentro de su universo muestral. Todo ello con el fin de examinar el comportamiento en la evolución de sus respectivos valores, así como otras magnitudes objetivas y subjetivas pero valorables como son los RP y GW, respectivamente, calculadas con la misma metodología y durante un periodo de tiempo común coincidente con el momento financiero y económico más delicado de los últimos tiempos, ejercicios 2005-2009.

Con el fin de sustentar el conocimiento sobre la legislación aplicable a empresas que presentan concurso de acreedores, se realiza un recorrido por la literatura específica examinando el origen jurídico de las diferentes legislaciones relacionadas con la bancarrota o quiebra en EEUU, UE en general y España en particular, poniendo de manifiesto los diferentes procedimientos aplicables, así como las tendencias en sus resoluciones: Reestructuración en EEUU y Liquidación en la mayor parte de la UE.

Por otro se examinan los principales modelos de valoración de empresas recogidas por los especialistas, útiles tanto en caso de empresa en funcionamiento como para el caso de liquidación, entre los que se encuentran: El Enfoque del flujo de caja descontado, El Enfoque del coste, El Enfoque del mercado con los múltiplos de valoración o un modelo mixto como es el Modelo RIM. Además se verifican los distintos motivos que llevan a la empresa a realizar una valoración, como son la transmisión de ésta o la solicitud de financiación, entre otras.

Finalmente se ha escogido un modelo de valoración RIM, y se ha implementado a una muestra de 191 empresas de Almería y Murcia con el fin de obtener los valores necesarios para llegar a una conclusión sobre la evolución del valor de estas empresas, que se han clasificado por sectores y por tamaño. Posteriormente se han desglosado los VE (valores de la empresa) obtenidos en sus dos componentes, RP y GW con el fin de dilucidar cuál de los dos ha tenido mayor incidencia en el valor final obtenido.

Los resultados obtenidos indican que durante el periodo analizado para ambas muestras diferenciadas, el VE disminuye considerablemente en todos los sectores, observándose una pérdida de valor mayor previa a la entrada en

concurso de las sociedades deterioradas, en particular en la Construcción y la Industria, la excepción es el sector Servicios, que remonta su valor hasta el 2009, pero no consigue evitar el concurso.

Por el contrario en empresas no deterioradas los sectores más afectados son el de los Servicios y el de la Agricultura pero manteniéndose por encima del 0%, en términos generales.

Con respecto a las magnitudes desglosadas, RP y GW, en las sociedades en concurso de acreedores más deterioradas, es en la Construcción donde ambas magnitudes inciden en su descenso, no así en la Industria, en la que la merma del GW es más relevante que la falta de FP.

En las sociedades no deterioradas el GW experimenta un descenso con igual tendencia en todos los sectores y en los mismos tramos temporales, incidiendo en la magnitud final con igual fortaleza; sin embargo el comportamiento con respecto a los RP es bien distinto, destacando el sector de la Construcción en el último periodo por su ostensible crecimiento. En cambio el resto o está paralizado o tiende a la baja.

Aunque la literatura no concrete cual es el mejor método de valoración para calcular el valor de las empresas, a la vista de los resultados obtenidos, acordes con la situación actual del mercado observado, podemos dirimir que el modelo de valoración utilizado es adecuado tanto para empresas en situación concursal como empresas en situación normal.

En este sentido si las empresas realizaran valoraciones propias preventivas podrían evitar pérdidas de valor superiores, o colaterales, derivadas de la incertidumbre presente en las situaciones de iliquidez. O utilizar estas valoraciones para anticiparse en la solicitud de un posible Concurso de Acreedores, con información privilegiada con respecto al resto de intervinientes.

Con el modelo propuesto no solo se considera el valor contable de la empresa a coste histórico representado por el Neto Patrimonial, sino que se introduce un valor adicional como es el fondo de comercio que en cierta forma se ve más afectado e influido por el efecto de la incertidumbre e inseguridad, especialmente importante en el caso de un proceso concursal.

Posibles líneas de desarrollo futuro

Como ampliación a este estudio se podría implementar otro modelo de valoración de empresas de los examinados en el trabajo sobre la misma muestra, observando la evolución y tendencia obtenida, con la intención de comprobar si son igualmente válidos, o por el contrario, no necesariamente adecuados, en particular para el caso de empresas concursadas.

Además se podría verificar cual ha sido el resultado final de los procedimientos de concurso de las distintas empresas de la muestra, si han logrado mantener su actividad o si ya no están en funcionamiento, con el fin de comparar la tendencia con respecto a la muestra nacional e incluso intentar verificar si las resoluciones finales se aproximan más al modelo de algunos países europeos (Liquidación) o al modelo americano (Reorganización).

6. ANEXO

ANEXO 1: Tabla resumen total datos porcentuales calculados para todas las empresas

Nombre Sociedad	Situación	NIF	2005/2006				2006/2007				2007/2008				2008/2009				Tipo de empresa	sector	Provincia
			RP				GW: (RDÍa /K _c)				VE: (RP + GW)										
EXPORTACIONES HORTOFRUTICOLAS TOP EURO SL	Concurso	B04324307	17%	8%	8%	5%	-132%	-51%	-131%	-404%	-45%	-2%	-39%	-562%	Microempresa	Agricultura, gan. y pes.	Almería				
GGE. PROM GESTION Y SERVICIOS INMOBILIARIOS SL	Concurso	B04123543	79%	-201%	4%	55%	-134%	150%	160%	-85%	-151%	105%	1312%	-100%	Microempresa	Construcción	Almería				
OBRASLODI SL	Concurso	B04538898	8%	0%	-15%	157%	30%	-350%	148%	-1488%	154%	-1948%	195%	-969%	Microempresa	Construcción	Almería				
URSAGON SL	Concurso	B04517447	0%	9905%	38%	-76%	1868%	-741%	-61%	44%	1746%	-62%	-374%	-263%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
VAYPA DEL PARADOR SL	Concurso	B04386066	101%	41%	-37%	74%	43%	-50%	-475%	162%	58%	-21%	-227%	228%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
ANCLAMUR SA	Concurso	A73309080	51%	206%	-1%	-31%	638%	-188%	-103%	-150%	731%	-46%	-108%	-4622%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
COGIBA BUILDING SRL	Concurso	B73110777	14%	5%	-84%	-570%	20%	-30%	-121%	38%	1049%	-63%	-2001%	-7%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
CONSTRUCCIONES MS ESCRIBA SL	Concurso	B73352874	12%	11%	-29%	-159%	-9%	-16%	-184%	-107%	18%	5%	-380%	-284%	Microempresa	Construcción	Murcia				
ENCOFRADOS GUTIERREZ SA	Concurso	A73384760	9%	22%	-21%	-109%	-9%	-7%	-27%	17%	10%	183%	-214%	-303%	Microempresa	Construcción	Murcia				
INSTALACIONES HEREDIA SL	Concurso	B30310288	15%	6%	-2%	-90%	-8%	-18%	-9%	-29%	65%	50%	0%	-429%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
LA SAGRA TRANSPORTES Y HORMIGONES SL	Concurso	B73016941	37%	42%	307%	-35%	137%	57%	-240%	-464%	77%	-860%	4%	-23%	Microempresa	Construcción	Murcia				
META 540 SL	Concurso	B82908351	26%	-33%	-74%	-109%	-117%	-5%	74%	17%	-64%	-58%	244%	-455%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
PROMOCION INMOBILIARIA NUEVA UNION EUROPEA 2000 SL	Concurso	B73008104	47%	57%	16%	-11%	-10%	-197%	-368%	51%	7%	301%	178%	-648%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
PROMOCIONES PENALVER GARCERAN SL	Concurso	B78384799	42%	4%	54%	-9%	-77%	-187%	-93%	-55%	-59%	34%	-571%	-25%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
PROYECTOS HERDIMUR SL	Concurso	B73334732	-382%	-394%	-27%	-89%	99%	-371%	3621%	1%	63%	15%	114%	-389%	Microempresa	Construcción	Murcia				
SUBIELA ELECTRICIDAD SL	Concurso	B30745996	797%	12%	29%	-122%	-8120%	7%	11%	-319%	-41%	301%	178%	-648%	Mediana Empresa	Construcción	Murcia				
TECNICAS Y ESTRUCTURAS MARTINEZ GONZALEZ SL	Concurso	B30766158	46%	43%	-142%	-423%	-122%	-141%	-2602%	20%	-12%	34%	-571%	-25%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
TECNIMUR INSTALACIONES Y MANTENIMIENTO SL	Concurso	B73287369	163%	72%	90%	-135%	672%	-78%	417%	-1566%	494%	15%	114%	-389%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
TEXTURAS APLICACIONES DECORATIVAS SL	Concurso	B73289894	76%	47%	-9%	-374%	1128%	-18%	-305%	-980%	226%	12%	-126%	-3893%	Microempresa	Construcción	Murcia				
CARPINTERIA CAMPOHERMOSO SL	Concurso	B04479481	0%	5%	3%	-23%	-154%	-34%	-368%	75%	-54%	-29%	-803%	100%	Microempresa	Industria	Almería				
HORMIGONES ALMANZORA SA	Concurso	A04109005	8%	4%	-19%	-35%	7%	-48%	-27%	-282%	30%	-43%	-149%	-2260%	Pequeña Empresa	Industria	Almería				
HORMIOTTO SL	Concurso	B04434312	98%	41%	-486%	-9%	126%	-59%	-4779%	112%	114%	-19%	-1780%	93%	Pequeña Empresa	Industria	Almería				
J CRAVIOTTO SA	Concurso	A04054284	5%	29%	-55%	-824%	13%	125%	-2325%	-395%	169%	495%	-340%	-596%	Mediana Empresa	Industria	Almería				
BAELLO SL	Concurso	B30404917	-97%	859%	111%	-1672%	65%	61%	-168%	1182%	-29%	128%	24%	-3285%	Microempresa	Industria	Murcia				
CEMELORCA SA	Concurso	A30538540	-21%	23%	18%	-115%	-38%	35%	-21%	-109%	-291%	168%	9%	-905%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
CONSERVAS ALGUAZAS SL	Concurso	B30132708	5%	2%	2%	-14%	32%	-167%	-5%	-139%	48%	-87%	-29%	-2446%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
ESCARFILADOS Y MARMOLES SL	Concurso	B73120560	32%	28%	360%	-56%	-85%	-63%	-6272%	-248%	-48%	10%	-71%	-4307%	Microempresa	Industria	Murcia				
GLASSMUR SL	Concurso	B30342976	0%	1%	-22%	-93%	-2%	-1%	24%	-1%	-89%	-55%	-132%	-5072%	Pequeña Empresa	Industria	Murcia				
MUEBLES LEPANTO SL	Concurso	B30049886	4%	4%	2%	1%	-40%	-23%	-30%	-20%	-17%	-92%	-2359%	68%	Pequeña Empresa	Industria	Murcia				
MUEBLES ZAVISA SA	Concurso	A30614267	6%	-42%	-71%	-296%	46%	-192%	21%	7%	144%	-88%	-80%	-2112%	Pequeña Empresa	Industria	Murcia				
INVERSIONES BARBERO SL	Concurso	B04281697	-872%	140%	-31%	758%	426%	-105%	259%	-368%	306%	-89%	113%	225%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
TRANSPORTES R'SU SL	Concurso	B04167870	-40%	-101%	-22605%	71%	38%	87%	1915%	-70%	-52%	-131%	180%	-48%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
CRISTALERIAS CORBALAN SL	Concurso	B30265680	10%	11%	342%	-54%	14%	27%	-1017%	-380%	30%	32%	135%	-688%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
CRISTALERIAS CORBALAN VALENCIA SL	Concurso	B30348064	1%	4%	-47%	-220%	-34%	11%	-233%	-77%	-80%	241%	-1231%	-150%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
EUCOMER SL	Concurso	B30695712	8%	-32%	11%	-208%	-7%	114%	-482%	-1213%	9%	44%	-34%	-967%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
EUROLUX ELECTRODOMESTICOS SL	Concurso	B30710354	16%	1%	-103%	-2668%	-20%	-6%	64%	237%	-27%	-92%	-9215%	26%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
J Y B CENTRO JEBER S A	Concurso	A30136998	-38%	19%	-687%	-23%	-223%	98%	-38649%	98%	-2178%	-259%	75%	-259%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
PCMUR SOLUCIONES INFORMATICAS SL	Concurso	B73126807	34%	-6%	57%	-88%	-10%	-32%	-14%	-169%	92%	-8%	-1307%	52%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
RESTAURANTE RANGA SL	Concurso	B30407431	-2%	4%	-49%	-46%	-18%	-9%	-345%	51%	-34%	12%	-126%	-3893%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
EXPLOTACIONES AGRICOLAS CUEVAS DE ALMANZORA SA	Normal	A03054061	6%	106%	7%	-1%	82%	486%	-280%	12%	202%	348%	-94%	126%	Mediana Empresa	Agricultura, gan. y pes.	Almería				
PRIMAFLOR SA	Normal	A04006417	0%	16%	26%	4%	-112%	865%	-269%	24%	-43%	90%	-74%	65%	Gran Empresa	Agricultura, gan. y pes.	Almería				
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS Y AGRICOLAS SA	Normal	A30225650	173%	-38%	22%	-3%	796%	-174%	116%	-227%	590%	-156%	-137%	-118%	Microempresa	Agricultura, gan. y pes.	Murcia				
AGRIFU, SA	Normal	A30136923	126%	1%	3%	2%	2405%	-115%	7%	-4%	3331%	-98%	70%	-6%	Mediana Empresa	Agricultura, gan. y pes.	Murcia				
CEFU SA	Normal	A30121115	15%	-2%	-16%	2%	87%	-1189%	-114%	73%	622%	-125%	682%	-109%	Gran Empresa	Agricultura, gan. y pes.	Murcia				
AGUAS SAN ISIDRO SL	Normal	B04246666	-3%	74%	175%	0%	-116%	1587%	50%	-116%	-95%	4137%	68%	-89%	Microempresa	Agricultura, gan. y pes.	Murcia				
ALMERAGUA SL	Normal	B04271136	0%	1%	-1%	0%	10%	4%	-20%	7%	226%	80%	-164%	106%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
ALMERICASAS SL	Normal	B29221967	2%	2%	1%	1%	8%	-5%	-13%	-3%	66%	-8%	-50%	-23%	Microempresa	Construcción	Almería				
AQ VIVIENDAS SL	Normal	B04029765	2%	1%	-5%	291%	-1264%	-3%	-64%	-107%	-84%	-13%	-418%	278%	Microempresa	Construcción	Almería				
CONSTRUCCIONES J LORENZO SL	Normal	B04057188	21%	6%	-2%	-9%	-50%	-135%	-174%	-101%	-6%	-58%	-69%	-384%	Mediana Empresa	Construcción	Almería				
CONSTRUCCIONES NILA SA	Normal	A04010344	17%	22%	-3%	11%	-110%	1406%	-87%	-82%	-59%	237%	-52%	-4%	Mediana Empresa	Construcción	Almería				
EL NATH NATURA SL	Normal	B04349874	140%	35%	-15%	-7%	-250%	-72%	-168%	41%	54%	-29%	-794%	64%	Microempresa	Construcción	Almería				
GAIDE SL	Normal	B04028544	21%	1%	0%	0%	-77%	-179%	-18%	6%	-58%	-77%	-28%	17%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
GESPROMOBY S L	Normal	B39100698	68%	0%	-11%	-11%	-114%	-3%	-135%	18%	-88%	-3%	-173%	38%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
HIJOS DE JUAN Y TERESA SL	Normal	B81678146	40%	22%	4%	-10%	5347%	-100%	-18780%	-251%	293%	-59%	-44%	-235%	Microempresa	Construcción	Almería				
INALGRA S. L.	Normal	B04161576	21%	60%	14%	3%	28%	76%	-92%	-255%	26%	73%	-70%	-55%	Microempresa	Construcción	Almería				
JARQUIL ANDALUCIA SA	Normal	A04202008	19%	43%	5%	2%	-40%	217%	-100%	-5803%	-20%	128%	-66%	-31%	Gran Empresa	Construcción	Almería				
KEY MUR SL	Normal	B73263402	-3%	8%	11%	-9%	-285%	164%	-279%	-10%	-109%	1263%	-107%	-192%	Microempresa	Construcción	Almería				
LA TAPUELA SA	Normal	A04042644	23%	33%	8%	3%	437%	100%	-110%	-261%	103%	68%	-65%	-43%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
NEO HABITAT SL	Normal	B04385993	106%	-2%	45%	-1%	3351%	-123%	460%	-135%	1120%	-97%	2677%	-91%	Microempresa	Construcción	Almería				
PARQUE CIENTIFICO-TECNOLOGICO DE ALMERIA (PITA) SA	Normal	A04418067	-2%	-5%	98%	13%	-1%	4%	-94%	-64%	-71%	263%	-5209%	Microempresa	Construcción	Almería					
PODEPROM, SA	Normal	A04075412	25%	74%	37%	0%	38%	263%	-112%	-148%	33%	192%	-78%	-62%	Microempresa	Construcción	Almería				

ANEXO 1: Tabla resumen total datos porcentuales calculados para todas las empresas

Nombre Sociedad	Situación	NIF	2005/2006				2006/2007				2007/2008				2008/2009				Tipo de empresa	sector	Provincia
			RP				GW: (RDÍa /K _c)				VE: (RP + GW)										
PROMOCIONES Y PROYECTOS GONZALEZ S L	Normal	B04150322	3%	26%	2%	0%	30%	-32%	-26%	-10%	241%	16%	-39%	-34%	Microempresa	Construcción	Almería				
STAIG DIAZ SL.	Normal	B04442257	51%	47%	4%	-1%	-34%	30%	-124%	-73%	-19%	36%	-78%	-53%	Microempresa	Construcción	Almería				
STAIG S A	Normal	A04047700	26%	-45%	103%	2%	-32%	-53%	8%	-116%	-26%	-52%	26%	-79%	Mediana Empresa	Construcción	Almería				
SUNCREST SL	Normal	B04294070	1%	0%	79%	32%	70%	-14%	-96%	-27%	115%	-45%	-31%	120%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
SURISTER DEL ARROYO SL	Normal	B04333076	426%	67%	3%	18%	-421%	-72%	-13%	22%	492%	19%	-155%	1203%	Pequeña Empresa	Construcción	Almería				
TALLERES Y GRUAS GONZALEZ SL	Normal	B04164257	12%	22%	21%	6%	-64%	358%	13%	-146%	-22%	89%	17%	-65%	Mediana Empresa	Construcción	Almería				
VILLARICOS SL	Normal	B29145018	76%	3%	-10%	-4%	-21753%	67%	-199%	39%	-241%	152%	-311%	76%	Microempresa	Construcción	Almería				
ALJOMARSA SL	Normal	B30699326	-8%	4%	-2%	-3%	-108%	38%	-108%	-8%	-100%	2126%	-156%	52%	Microempresa	Construcción	Almería				
CORVERA GOLF & COUNTRY CLUB SL	Normal	B73329922	-7%	-9%	-33%	44%	-6%	2%	-88%	152%	6%	198%	-192%	25%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
EL DORADO DE EUROPA SL	Normal	B80914856	0%	0%	0%	0%	-90%	1%	1%	-5%	-94%	34%	37%	-87%	Microempresa	Construcción	Murcia				
ETOSA OBRAS Y SERVICIOS SA	Normal	A30063143	25%	13%	11%	-1%	-36%	-75%	21%	-329%	-20%	-38%	13%	-86%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
GESTORA DE INFR.SANITARIAS DE LA CDAD AUT.REG. MURCIA SA	Normal	A73339053	3585%	0%	1%	-3%	-890%	-21%	4%	-46%	-489%	-81%	112%	-559%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
HISPAVIMA SL	Normal	B73173767	0%	1%	1%	1%	-1674%	12%	5%	-9%	-102%	-486%	58%	-44%	Microempresa	Construcción	Murcia				
INFRAESTRUCTURAS TERRESTRES SA	Normal	A30300818	109%	55%	1%	21%	144%	8%	-38%	-94%	138%	14%	-30%	-63%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
INSTALACIONES DE TENDIDOS TELEFONICOS SA	Normal	A30057590	11%	7%	15%	4%	164%	-254%	346%	-211%	78%	-29%	122%	-67%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
INURBAN SA	Normal	A30135875	18%	38%	5%	3%	-1%	253%	-122%	-48%	9%	136%	-82%	-34%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
JOSE DIAZ GARCIA SA	Normal	A30139190	23%	16%	4%	0%	-6%	-42%	-194%	-71%	5%	-16%	-71%	-88%	Mediana Empresa	Construcción	Murcia				
MAZALIA SL	Normal	B30142210	24%	25%	6%	0%	-49%	8%	-131%	-162%	-32%	15%	-70%	-95%	Pequeña Empresa	Construcción	Murcia				
POLARIS DESARROLLO SL	Normal	B73234395	-28%	323%	12%	59%	-70%	572%	29%	-41%	-67%	529%	27%	-31%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
POLARIS WORLD REAL ESTATE SL	Normal	B73160590	-15%	176%	-123%	3866%	-163%	-645%	-117%	-51%	-135%	860%	148%	3%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
PROMOCIONES SIERRA MINERA SA	Normal	A30607790	35%	84%	49%	10%	35%	267%	-5%	-96%	35%	209%	5%	-67%	Mediana Empresa	Construcción	Murcia				
SIERRA ALHAMA GOLF RESORT SL	Normal	B73396566	7%	-1%	0%	0%	-6%	0%	0%	1%	-7%	53%	21%	-100%	Gran Empresa	Construcción	Murcia				
URBANIZADORA E INMOBILIARIA CARTAGENERA SA	Normal	A30603716	11%	9%	-1%	1%	27%	-30%	-332%	10%	17%	-6%	-97%	299%	Mediana Empresa	Construcción	Murcia				
CITRICOS DEL ANDARAX SA	Normal	A04263273	3%	54%	8%	49%	2%	-80%	-6%	-61%	12%	13%	11%	22%	Pequeña Empresa	industria	Murcia				
COSENTINO SA	Normal	A04117297	28%	39%	19%	7%	28%	-36%	-20%	-63%	28%	-16%	-3%	-26%	Gran Empresa	Industria	Almería				
DERETIL SA	Normal	A08127631	-6%	-8%	-20%	3%	-12%	-38%	40%	79%	-65%	-117%	55%	187%	Gran Empresa	Industria	Almería				
HORMIGONES DOMINGO GIMENEZ SA	Normal	A04052064	14%	19%	0%	-3%	1707%	89%	-215%	-34%	73%	41%	-91%	-198%	Mediana Empresa	Industria	Almería				
J CIRERA ARCOS SA	Normal	A04001897	16%	9%	0%	0%	424%	-99%	-25059%	-22%	138%	-32%	-72%	-55%	Pequeña Empresa	Industria	Almería				
ONDUSPAN SA	Normal	A04119293	20%	23%	14%	16%	-63%	-18%	-24%	74%	-42%	4%	0%	32%	Mediana Empresa	Industria	Almería				
SOTRAFA SA	Normal	A28705846	7%	4%	4%	7%	-157%	-276%	39%	63%	-42%	-76%	209%	72%	Gran Empresa	Industria	Almería				
TINO EMPRESARIAL E INDUSTRIAL SL	Normal	B04237954	82%	20%	29%	2%	-29%	52%	89%	-138%	7%	34%	59%	-81%	Mediana Empresa	Industria	Almería				
ALCURNIA ALIMENTACION SL	Normal	B30212088	14%	3%	-17%	1%	239%	-223%	22%	-2%	373%	-91%	11%	-3%	Mediana Empresa	Industria	Almería				
AMC GRUPO ALIMENTACION FRESCO Y ZUMOS SA	Normal	A30009146	5%	14%	8%	5%	-115%	-51%	-5%	23%	-82%	-9%	12%	34%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
AUXILIAR CONSERVERA SA	Normal	A30007264	9%	8%	6%	19%	-105%	-575%	-32%	734%	-39%	-11%	-1%	267%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
BORTUBO, SA	Normal	A30128672	26%	26%	15%	10%	-17%	22%	-54%	-80%	-3%	23%	-25%	-22%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
CEMENTOS LA CRUZ SL	Normal	B73070914	62%	47%	-3%	0%	247%	35%	-110%	-169%	178%	37%	-85%	-93%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
DIEGO ZAMORA SA	Normal	A30602346	36%	13%	22%	-4%	53%	-44%	49%	-144%	48%	-30%	38%	-93%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
ECOCARBURANTES ESPAÑOLES SA	Normal	A81406266	-1%	20%	-3%	14%	27%	-67%	-128%	676%	18%	-44%	-57%	208%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
EL POZO ALIMENTACION SA	Normal	A30014377	10%	2%	2%	5%	-62%	-809%	8%	52%	-8%	-82%	43%	152%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
ESTRELLA DE LEVANTE FABRICA DE CERVEZA SA	Normal	A30009153	5%	2%	-15%	-4%	-30%	1%	0%	-112%	-2%	3%	-21%	-63%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
INDUSTRIA JABONERA LINA SA	Normal	A30062707	11%	14%	2%	23%	38%	111%	-148%	523%	17%	42%	-63%	326%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
JUVER ALIMENTACION SL	Normal	B83733865	103%	-6%	-3%	2%	27%	-129%	-8%	59%	-168%	-309%	25%	-128%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
MIVISA ENVASES SA	Normal	A30015192	8%	24%	26%	29%	13%	-5%	11%	54%	11%	5%	17%	44%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
POSTRES Y DULCES REINA SL	Normal	B30246607	37%	32%	28%	18%	-11%	3%	12%	-25%	-1%	11%	18%	-9%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
SANCHEZ CANO SA	Normal	A30023204	19%	30%	12%	18%	6%	146%	-90%	538%	12%	85%	-52%	86%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
SOLPLAST SA	Normal	A30109433	2%	5%	5%	7%	-63%	-89%	469%	137%	-29%	-19%	20%	27%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
TUBOS Y FLEJES SL	Normal	B30232037	26%	21%	8%	-1%	9%	-19%	-113%	-755%	15%	-3%	-53%	-107%	Mediana Empresa	Industria	Murcia				
AGROPONIENTE SA	Normal	A04051207	1%	30%	27%	5%	-12%	-3%	-51%	51%	-33%	173%	-20%	218%	Gran Empresa	Industria	Murcia				
AGRUPALMERIA SA	Normal	A04008967	17%	172%	25%	-1%	61%	2115%	-101%	-841%	30%	850%	-77%	-19%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
AGUAS DEL ALMANZORA SA	Normal	A04278867	2%	-16%	-11%	32%	16%	-257%	35%	112%	58%	-463%	49%	268%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
ALHONDIGA LA UNION SA	Normal	A04191789	13%	26%	17%	13%	-11%	81%	2%	5%	-1%	55%	7%	8%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
BLACK STAR SL	Normal	B04064465	11%	22%	14%	-4%	-78%	558%	-58%	157%	-32%	104%	-22%	39%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
BLANCO ALMENAS SL	Normal	B04475828	149%	14%	14%	8%	341%	-93%	26%	-127%	286%	-73%	17%	-23%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
CATAL IMPORTACIONES SL	Normal	B04267225	48%	29%	27%	71%	15%	-31%	14%	375%	23%	-14%	19%	237%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
COMERCIANTES DEL PONIENTE SA	Normal	A04189601	7%	12%	3%	3%	80%	155%	-880%	15%	31099%	50%	-71%	43%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
COMPLEJO RESIDENCIAL MIRADOR DE ALMERIA SA	Normal	A04021770	5%	25%	101%	-2%	-121%	-270%	9%	-100%	-78%	-125%	910%	-108%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
E H FEMAGO SA	Normal	A04011953	35%	6%	19%	5%	-545%	-12%	52%	-130%	-63%	-14%	321%	-55%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
ENTORNO DEL FARO SL	Normal	B04470167	149%	14%	13%	8%	342%	-93%	32%	-127%	286%	-73%	17%	-24%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
FOMENTO MERIDIONAL SL	Normal	B04102539	27%	17%	4%	3%	-59%	-47%	-157%	-31%	-42%	-19%	-55%	-10%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
FRANCISCO SALAS E HIJOS SL	Normal	B29901469	6%	15%	12%	13%	-188%	404%	-38%	47%	-33%	126%	-6%	21%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
FUNESPANA SA	Normal	A04128732	-2%	0%	13%	1%	-2070%	-31%	6%	-3%	-73%	-76%	263%	-6%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
GESPATER SL	Normal	B04423364	10%	21%	11%	53%	-87%	1640%	-88%	4373%	-21%	106%	-33%	401%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				

ANEXO 1: Tabla resumen total datos porcentuales calculados para todas las empresas

Nombre Sociedad	Situación	NIF	2005/2006				2006/2007				2007/2008				2008/2009				Tipo de empresa	sector	Provincia
			RP				GW: (RDÍa / K _c)				VE: (RP + GW)										
GESTPLA INVEST SL	Normal	B04345948	515%	0%	-2%	1%	-1231%	-40%	-1%	1%	207%	-73%	-35%	27%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
GRUPO COSENTINO SL	Normal	B04348579	-8%	-49%	0%	0%	57%	-53%	23%	-47%	38%	-52%	18%	-39%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
GRUPO HOTELES PLAYA SA	Normal	A04108973	2%	5%	-2%	1%	-288%	-34%	-8%	-69%	-58%	-50%	-53%	-815%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
HORTOFRUTICOLA COSTA DE ALMERIA SL	Normal	B04257028	10%	10%	10%	8%	-52%	-103%	-2830%	-52%	-4%	1%	4%	4%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
HOTEL ENVIA GOLF SL	Normal	B04376208	-10%	-15%	8%	-20%	-196%	-34%	114%	-790%	-244%	-100%	184%	-221%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
INVERSIONES OLIVENCIA SL	Normal	B04434239	0%	-1%	-3%	-4%	2%	-18%	-11%	-5%	51%	-308%	-122%	-36%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
JOSE MARIN PELAEZ Y CIA SL	Normal	B04000618	1299%	3%	-1%	-1%	6909%	-106%	-23%	7%	4605%	-92%	-17%	4%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
LUCON SA	Normal	A04023057	2%	-1%	8%	4%	-120%	-39%	78%	-181%	-88%	-50%	301%	-30%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
MARINA DEL CABO SL	Normal	B04533709	0%	6806%	5%	3%	-2%	-6263%	54%	-72%	-71%	65019%	627%	-43%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
MEDGAZ SA	Normal	A82916842	10%	3%	-3%	-5%	-22%	0%	-11%	-7%	-164%	13%	-93%	-38%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
NOVOTECNICA SA	Normal	A08847923	-1%	-9%	27%	0%	-122%	85%	1712%	-134%	-92%	147%	243%	-78%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
PROMOCIONES GAUBE SA	Normal	A04113791	4%	4%	5%	2%	-425%	-20%	37%	-89%	-48%	-16%	79%	-52%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
PROMOCIONES INDALO ALBORAN SL	Normal	B04296521	0%	-1%	-30%	-2%	3%	-11%	53%	-65%	94%	-174%	533%	-167%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
SAT. NUMERO 9855 PRIMAFLOR	Normal	V04256954	12%	528%	3%	15%	12%	-1614%	23%	33%	12%	126%	35%	48%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
SANATORIO VIRGEN DEL MAR CRISTOBAL CASTILLO SA	Normal	A04024071	5%	7%	18%	6%	21%	22%	33%	3%	16%	17%	28%	4%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
SAT AGROIRIS	Normal	F04210399	4%	-1%	3%	40%	76%	-20%	38%	-125%	119%	-42%	164%	-40%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
STAIG GRUPO INMOBILIARIO SL	Normal	B04442265	47%	43%	2%	-2%	-37%	26%	-134%	-46%	-22%	32%	-83%	-22%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
SUMINISTROS INDUSTRIALES MARTINEZ SL	Normal	B04018495	39%	45%	27%	18%	132%	56%	-30%	-44%	90%	52%	-12%	-16%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
SUNARIA CAPITAL SL	Normal	B04381406	10%	-16%	-15%	-21%	505%	-187%	-5%	-12%	664%	-131%	-23%	-32%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Almería				
TINO STONE GROUP SA	Normal	A04222808	5%	23%	14%	-23%	47%	-49%	-309%	-219%	18%	-5%	-54%	-250%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
TRILUNA INVERSIONES SL	Normal	B04505301	1%	1%	1%	0%	-2%	-1%	4%	-16%	-8%	1%	53%	-96%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
UNION CUATRO VIENTOS SA	Normal	A04241667	2%	1%	6%	2%	8%	-7%	-8%	13%	80%	-23%	0%	94%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
URCITER SL	Normal	B04423356	35%	35%	18%	148%	13%	24%	-59%	2048%	20%	28%	-28%	803%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
VALERO Y ALARCON SL	Normal	B04072252	19%	31%	2%	1%	-26%	154%	-133%	-47%	-6%	85%	-79%	-43%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
VEGCANADA SA	Normal	A04396370	7%	3%	28%	6%	-92%	33%	39%	-27%	-85%	490%	129%	-2%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Almería				
VEINSUR SA	Normal	A04128310	12%	8%	-18%	-6%	24%	46%	-67%	796%	21%	37%	-58%	-104%	Gran Empresa	Servicios y otros	Almería				
VIGIA DEL VALLE SL	Normal	B04475810	148%	14%	13%	1%	334%	-93%	32%	-111%	281%	-73%	17%	-27%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
AMIGOS DE MURSIYA SL	Normal	B73093601	15%	2%	63%	-1%	243%	-187%	942%	-127%	379%	-78%	1711%	-97%	Microempresa	Servicios y otros	Almería				
ANTONIO FUENTES MENDEZ SA	Normal	A30093694	8%	11%	7%	14%	-429%	240%	713%	-58%	-6%	40%	88%	-21%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
CAMPILLO PALMERA SA	Normal	A30021877	10%	8%	4%	0%	-74%	-283%	-190%	-61%	-19%	-24%	-46%	-88%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
CORPORACION EMPRESARIAL AQUILA SL	Normal	B73255502	1%	3%	4%	0%	-180%	19%	16%	-89%	-93%	127%	45%	-107%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
DAVA SA	Normal	A30014484	8%	4%	6%	4%	-103%	-1040%	-25%	-213%	-63%	-46%	-12%	-299%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
ELISEO ORENES SL	Normal	B83115444	6%	5%	129%	21%	47%	-55%	-322%	261%	77%	-14%	-9%	948%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
EMPRESA MUNICIPAL DE AGUAS Y SANEAMIENTO DE MURCIA SA	Normal	A30054209	4%	152%	5%	3%	2%	-77%	-3%	296%	3%	8%	4%	40%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
ENERGYWORKS CARTAGENA SL	Normal	B30742159	420%	153%	45%	88%	291%	71%	-39%	109%	302%	79%	-27%	103%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
FRUTAS ESTHER SA	Normal	A30034441	16%	20%	3%	1%	14%	-113%	-224%	-176%	15%	-32%	-14%	-49%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GARCIA ARANDA SL	Normal	B30000574	37%	24%	30%	24%	2%	-28%	82%	0%	9%	-14%	62%	8%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GAS ENERGIA DISTRIBUCION MURCIA SA	Normal	A30595417	-19%	-10%	62%	193%	-155%	-6%	-19%	-14%	1037%	12%	6%	-66%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO CORPORATIVO FUERTES SL	Normal	B60858644	1%	1%	-3%	0%	32%	-8%	-30%	21%	-180%	-31%	-240%	-136%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO EMPRESARIAL DE TELEVISION DE MURCIA SA	Normal	A73350399	121%	61%	66%	11%	-147%	599%	10%	-62%	517%	-3956%	22%	-41%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO EMPRESARIAL FUERTES SL	Normal	B30571293	0%	0%	0%	0%	0%	10%	3%	26%	-34%	1527%	23%	176%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO HUERTAS AUTOMOCION SA	Normal	A30600209	7%	6%	10%	9%	559%	-105%	2555%	-99%	54%	-35%	81%	-31%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO ORENES DE HOSTELERIA SL	Normal	B30064448	10%	350%	2%	-29%	-89%	57803%	-110%	132%	-29%	3661%	-98%	363%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
GRUPO ORENES SL	Normal	B82835943	-2%	1%	21%	-1%	29%	177%	1286%	-156%	10%	53%	206%	-104%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
HERMANDAD FARMACEUTICA DEL MEDITERRANEO SCL	Normal	F30004444	-7%	5%	3%	6%	-170%	70%	-69%	-5%	-406%	-144%	-88%	18%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
HERNANDEZ ZAMORA SA	Normal	A30077168	8%	12%	14%	-6%	195%	124%	-82%	-772%	34%	46%	-31%	-97%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
HERO ESPANA SA	Normal	A30000632	10%	-3%	1%	-3%	126%	-1724%	57%	-257%	47%	-87%	352%	-149%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
HIERSA ACEROS CORRUGADOS SA	Normal	A30059646	64%	18%	7%	-4%	168%	-76%	-124%	-438%	136%	-56%	-49%	-92%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
J GARCIA CARRION SA	Normal	A08267403	6%	6%	3%	3%	-55%	9%	-205%	84%	0%	5%	-36%	84%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
LA PERALEJA GOLF SL	Normal	B73192635	-3%	-4%	-46%	-11%	-9%	-2%	74%	-310%	75%	20%	-144%	-665%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
MONTORO E HIJOS SA	Normal	A30012074	15%	-8%	-2%	0%	230%	-228%	-28%	2%	308%	-92%	-179%	-17%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
PROENRYA SL	Normal	B73146029	7%	2%	0%	3%	18%	-227%	-17%	44%	19%	-76%	-81%	1403%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
PROFU SA	Normal	A30023857	37%	4%	2%	0%	30%	-124%	-55%	-31%	32%	-84%	-55%	-117%	Pequeña Empresa	Servicios y otros	Murcia				
RICARDO FUENTES E HIJOS SA	Normal	A30618532	4%	2%	3%	4%	-6%	17%	-39%	-8%	2%	22%	-24%	-3%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
RIMEFOR NUEVO MILENIO SL	Normal	B63224604	0%	0%	0%	0%	156%	568%	14%	-317%	4%	33%	4%	-100%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
RODA GOLF & BEACH RESORT SL	Normal	B73214892	68%	21%	-4%	2%	293%	-24%	7%	-132%	-464%	-14%	3%	-94%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
SUMMA INVERSIONES INMOBILIARIAS SA	Normal	A30601587	-1%	7%	28%	25%	-39%	-89%	1734%	-181%	-31%	-58%	340%	-132%	Mediana Empresa	Servicios y otros	Murcia				
TANA SA	Normal	A30005169	219%	-4%	7%	-2%	20880%	-108%	117%	-901%	2866%	-95%	178%	-77%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				
TEFIM GRUPO FINANCIERO SL	Normal	B73153272	0%	0%	0%	0%	6%	-7%	3%	0%	-433%	-137%	-173%	-26%	Microempresa	Servicios y otros	Murcia				
TWISTOFF SA	Normal	A83137273	34%	-3%	-17%	-13%	-32%	-134%	-109%	29%	-24%	-106%	515%	-36%	Gran Empresa	Servicios y otros	Murcia				

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AECA (2005): ·Valoración de Pymes. *Documento nº 7* de valoración de empresas. Madrid, Junio/2005.

ANONYMOUS (2009) “Financiación y Crisis Económica Mundial. *Papeles de Europa*, 19 (2009): 1-3. Copyright Universidad Complutense de Madrid 2009.

ALONSO, J. y ROJO, A.A. (2011) “El modelo AECA: Una alternativa de tasa de actualización en la valoración de PYMES”, *Publicaciones AECA, AAL 2011 - I encuentro Internacional en América Latina*, México, Febrero/2011, 43 b. www.aeca.es.

BROUWER, M. (2006): “Reorganization in US and European Bankruptcy law”. *European Journal of Law and Economics*, Vol. 22 Nº 1, July 2006, pp. 5-20.

BÜTTER, (2002): “Cross Border Insolvency under German and English Law”. Oxford University Comparative, Law Forum at ouclf.iuscom.org.

CEEI CV, (2008) “Manual de Valoración de empresas 08”. Ed. Centros Europeos de Empresas Innovadoras de la Comunidad Valenciana (CEEI CV), Valencia 2008.

CORELLA, A. (2009): “La reforma concursal favorecerá la liquidación anticipada de empresas en crisis”, *Cinco Días*, Ed. Prisacom, Madrid, 31/Marzo/2009.

DÍAZ, F. (2010) “El riesgo de quiebra de España se resume en seis gráficas”, Libertad Digital Económica. Madrid, Mayo 2010, www.libertaddigital.com.

GARCÍA-LEON, C. (2010): “Los concursos de acreedores aumentaron en 2009 un 104%”, *Expansión Edición Digital*, Enero 2010. www.Expansión.com

GONZÁLEZ, J. (2007): “II Simposio Internacional de Valoración de Empresas y Análisis de Pymes” LACVE, Almería, 2007 <http://www.aeca.es/otrasponencias.htm>.

INE, (2011): “Estadística procedimiento concursal: Datos provisionales Año 2010 de deudores concursados por tipo de concurso”. INEBase, Estadísticas financiera y monetarias. Madrid, Junio 2011, www.ine.es

LABATUT, G. (2005). “El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos)”, *Técnica Contable* nº 676, Ed. CISS, Wolters Kluwer, España, Junio/2005, pp. 19.

LEY 22/2003, de 9 de Julio, Concursal, *Boletín Oficial del Estado*, 10 de Julio de 2003, núm. 164, p. 26905.

MILLA A. y MARTÍNEZ, D. (2007) “*Valoración de empresas por Flujos de Caja Descontados*”, Ed. Altair, 2007.

ORTÍN, A. (2008): “Jueces, banca y crisis inmobiliaria”, *Cinco Días*, Ed. Prisacom, Madrid 30/Septiembre/2008.

LÓPEZ, J., GANDÍA, J y MOLINA, R. (1998): “La suspensión de pagos en las PYMES: Una aproximación empírica”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVII, nº 94 Enero/Marzo 1998, pp. 71-97.

MEIJER, G. y MEIJER, S. (2002): “Influence of the Code Civil in the Netherlands” *European Journal of Law and Economics*, Nº 14, pp. 227-336.

REILLY, R.F. (2007): “Conducting a Valuation in a bankruptcy environment”. *Valuation Strategies*, Vol. 11, Nº 1, September/October 2007, pp. 24-29.

PERNAS, M. (2010): “No te pierdas este concurso”, *Emprendedores*, Ed. Hachette Filipacchi, SL, Madrid Septiembre 2010, pp. 54-57.

REAL DECRETO – LEY 03/2009, de 27 de marzo, de Medidas Urgentes en Materia Tributaria, Financiera y Concursal ante la Evolución de la Situación Económica. *Boletín Oficial del Estado*, 31 de marzo de 2009, núm. 78, p. 30367.

RODRÍGUEZ, M. (2007): “Tesis Doctoral: Armonización Legislativa en Materia de Salvataje de Empresas en el Mercosur ¿Una Quimera o una Necesidad?”, Facultad de Derecho, *Universidad de Buenos Aires*, 2007.

ROJO, A.A. (1995): “*Valoración de empresas y partes de empresas*”, Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas de España. Madrid 1995.

ROJO, A.A. (2007): “*Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor*”, Ed. Thomson, Madrid 2007.

ROJO, A.A. (2011): “Valoración de empresas no cotizadas”. *AECA – Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, Nº 93, Marzo 2011, pp. 5-8.

ROJO, A.A. (2011): “Análisis Económico-Financiero de la Empresa”, Garceta Grupo Editorial, Madrid 2011, pp.148-150.

ROJO, A.A. y ALONSO, J. (2010) “A vueltas con el Fondo de Comercio”. *ANALES de la Universidad Metropolitana*, Caracas. Vol. 10, Nº 1, 2010, pp. 15-70.

ROJO, A.A. y GARCÍA, D. “La Valoración de empresas en España: un estudio empírico”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 35 nº 135 Octubre/Diciembre 2006, pp. 913-934.

SHARPE, W. (1964): “Capital assets prices: A theory of market equilibrium under condition of risk”, *Journal of Finance*, nº 19, pp. 425-442.

VAN HEMMEN, E. (2004), "Análisis Institucional y Económico de la nueva Ley Concursal", *Estabilidad Financiera*, N. 6, pp. 189-210.

SHAKED, I. y D'AREZZO, P. (2009): “Playing the Market (Approach): Going Beyond the DCF Valuation Methodology”. *American Bankruptcy Institute Journal*, December 2009/June 2010, Vol. 28, Nº10, pp. 58-60.

TORRES, J., “Crisis inmobiliaria, crisis crediticia y recesión económica en España.” *Papeles de Europa* 19 (2009): 82-107.