
Dinámica temporal de diferentes definiciones de impago

José Ramón Martínez Resano

1. INTRODUCCIÓN

A primera vista, la definición de impago (1) que dan las agencias de calificación (*rating*) parece bastante simple. De acuerdo con Standard & Poors (2), «se considera que se ha producido un impago cuando tiene lugar por primera vez el impago [*sic*] de cualquier obligación financiera, haya sido esta calificada o no, salvo si sucede con una obligación financiera sujeta a disputas comerciales de buena fe».

De forma mucho más operativa, Moody's define de la siguiente forma el impago en el caso de un bono (3): «Cualquier falta o retraso en el pago de los intereses y/o del principal, cualquier proceso concursal, o cualquier canje perjudicial para el acreedor como consecuencia de que (i) el emisor ofrezca a los acreedores nuevos valores cuyo importe o características supongan una disminución de su obligación financiera..., o que (ii) tengan el propósito aparente de ayudar a que el deudor eluda caer en impago».

El objeto de este artículo es profundizar en estas definiciones, a fin de conseguir una comprensión mejor y más operativa del concepto de impago. ¿Cómo comparar tasas de impago de bonos y de préstamos? ¿Son esas tasas comparables cuando los instrumentos a los que se refieren están sujetos a diferente regulación? Preguntas de este tipo son las que pretenden ser respondidas en este trabajo. Aunque, dada su brevedad, no está a su alcance abordarlas con gran profundidad, se discutirán los elementos principales que condicionan las respuestas a las preguntas planteadas. Conviene resaltar, ya desde ahora, que el centro de atención del trabajo es la dimensión temporal con que se manifiestan los impagos. Así, las diferencias que se señalarán entre bonos y préstamos se refieren tan solo a esa perspectiva y no a cualquier otra, como pudieran ser las discrepancias que pueden presentar en cuanto a pérdidas esperadas o *ratios* de recuperación.

NOTA: Este artículo es responsabilidad del autor.

(1) El término anglosajón *default* identifica con cierta precisión las situaciones que son objeto de este trabajo. Debe observarse que en castellano no existe una terminología generalmente aceptada. Aquí va a utilizarse impago, por ser la traducción más habitual. En cualquier caso, no debe confundirse el concepto que aquí se postula con el significado literal, puesto que el primero también hace referencia al recurso a procedimientos concursales o a reestructuraciones involuntarias.

(2) Véase Standard and Poors (2000).

(3) Véase Moody's (1999).

En este trabajo se sostiene que los impagos suelen responder a una secuencia temporal típica. Normalmente, los impagos que aparecen en una fase más temprana son los referidos a compromisos comerciales o préstamos bancarios. También típicamente, los impagos que conllevan una notable difusión pública de información tienden a aparecer con posterioridad. En relación con estos últimos, se destacará el hecho de que los beneficios que los procedimientos concursales conceden, ya sea a los deudores, o bien a los acreedores, influyen en la propensión a elegir soluciones privadas o las basadas en procedimientos judiciales. Por otro lado, se subrayará la dificultad de comparar internacionalmente la secuencia temporal de impagos de uno u otro tipo, sin tener en cuenta el derecho concursal comparado. El aparato conceptual desde el cual se desarrollan la mayoría de las ideas que se presentan en este trabajo se sitúa en la llamada teoría del servicio estratégico de la deuda (4).

La parte empírica del trabajo aborda algunas de las consideraciones anteriores mediante un ejercicio que, si bien es muy sencillo, no resulta habitual. En el mismo se comparan las fechas en las que, para un mismo deudor (en concreto, para las empresas españolas que solicitaron suspensión de pagos entre 1996 y 2000) acontecen dos diferentes conceptos de impago con diferente grado de difusión pública. Las conclusiones de este ejercicio vienen a confirmar la línea general de los argumentos previamente expuestos y, además, evidencian el sesgo que el procedimiento concursal español presenta a favor de los deudores.

Una implicación práctica de estas conclusiones se refiere al distinto grado de rigor que puede plantear la utilización de sistemas de calificación crediticia comunes, a operativas que se desarrollan bajo diferentes jurisdicciones o que afectan a distintos tipos de instrumentos financieros. Concretamente, esta última consideración tiene una incidencia directa sobre si resulta factible realizar comparaciones entre sistemas externos e internos de calificación crediticia.

2. **DEFAULT, UN TÉRMINO CON MÚLTIPLES SIGNIFICADOS**

Conviene comenzar haciendo la obvia, pero no por ello irrelevante, observación de que un impago es una variable de estado cuyo conjunto potencial de referentes es muy diverso. Gobiernos, instituciones financieras o empresas son, todos ellos, agentes susceptibles de alcanzar esa incómoda situación. Sin embargo, las decisiones que pueden conducir a alcanzar dicho estado se toman bajo «reglas de juego» muy diferentes, según se trate de un agente soberano, una institución financiera o una empresa. Este trabajo se centra en la falencia que afecta a las empresas, para las que las «reglas de juego» bajo las que toman las decisiones relativas a impagos quedan conformadas, básicamente, por las prácticas generalmente aceptadas en la ley y en la gestión de los negocios (5).

(4) Véase, por ejemplo, Dahlstrom y Mella-Barral (1999).

(5) En cualquier caso, el apéndice contiene una breve exposición de los elementos que comparten y de aquellos en los que difieren los respectivos «terrenos de juego» en los que gobiernos, instituciones financieras y empresas toman sus decisiones de impago. Asimismo, se hace mención a iniciativas recientes que intentan trasladar a las reestructuraciones de deuda soberana algunas ideas que surgen en los contextos concursales ordinarios.

Expresándolo en términos llanos, una empresa incurre en impago, tal y como aquí se define, cuando no satisface un pago vencido o cuando genera la certidumbre de que así va a suceder. Es evidente que esta caracterización engloba un amplio conjunto de diferentes situaciones. Sin embargo, de toda la riqueza de contenidos de dichas situaciones, tan solo resulta de interés para este trabajo su clasificación según un criterio muy concreto: el relativo al grado de publicidad con que tiene lugar el impago. Es importante observar que este criterio resultará ser crucial, porque, de una forma indirecta, establece también una clasificación de los impagos de acuerdo a los costes que entrañan. Esta taxonomía de los impagos, basada en un criterio informativo, distingue entre:

- *Impagos «privados»*. Se caracterizan porque la información sobre su existencia no se filtra con facilidad fuera de las partes directamente afectadas. Obviamente, esta caracterización presupone una restricción del posible abanico de instrumentos financieros mediante los que se formaliza la relación deudor-acreedor, a aquellos que llevan asociado un grado de «publicidad» más bien restringido. Los préstamos bancarios y el crédito comercial son los tipos de instrumentos más representativos de esta categoría. Resulta evidente que, en los casos en que el impago no trasciende fuera de los directamente afectados, las fuentes de financiación alternativa o los proveedores que no se hayan visto perjudicados directamente por el incumplimiento no alterarán sus relaciones contractuales con la empresa en cuestión, ni contarán con incentivos para establecer otras relaciones nuevas (6).
- *Impagos «públicos»*. El rasgo unificador de esta categoría de impagos es la (relativamente) amplia difusión que alcanza la información de que el deudor atraviesa por problemas. Naturalmente, esto presupone la existencia de algún rasgo conducente a favorecer esa «publicidad». En la práctica, esta viene a resultar, o bien de la propia naturaleza de los instrumentos financieros (léase bonos) afectados por el impago, o bien de las exigencias impuestas por el marco institucional bajo el que debe desenvolverse la actuación administrativa o judicial que puede desencadenar el impago en su fase terminal. De acuerdo con estos posibles orígenes de la «publicidad» del impago, cabe establecer la siguiente clasificación:
 1. *Impagos relativos a bonos listados*. Los requisitos informativos que normalmente imponen los registros públicos aseguran una amplia difusión de la información sobre impagos.
 2. *Reestructuraciones privadas en las que participan una pluralidad de acreedores*. La coordinación que exige alcanzar un

(6) En la medida en que los acreedores intercambian información sobre los deudores bajo el paraguas de un registro central de créditos (como la Central de Información de Riesgos del Banco de España) o de alguna fórmula privada similar, la privacidad de las relaciones de deuda tendrá un alcance explicativo más restringido. Sin embargo, se debe resaltar que, en general, el acceso a esta información sobre los deudores está sujeto a estrictos límites. De esta forma, se puede seguir sosteniendo que el grado de privacidad de estos riesgos es, en general, elevado.

acuerdo de reestructuración que involucra a numerosos acreedores implica normalmente que se difunda información sobre los problemas de la empresa impagadora. Cabe observar que esto sucede incluso si son solo préstamos los instrumentos financieros afectados por el incumplimiento.

3. *Procedimientos concursales.* Cuando el suceso con el que se inicia el impago es el recurso a los tribunales de justicia (7), como medio para conseguir una reorganización o liquidación ordenada, la difusión de información sobre los problemas de la empresa es un hecho que, desde un punto de vista administrativo, resulta esencial e insoslayable. En última instancia, el propósito último de estos procedimientos —asignar los activos y derechos de la empresa en crisis entre los diferentes agentes afectados, con arreglo a ciertos criterios de equidad y eficiencia (8)— impide que pueda evitarse incurrir en importantes costes derivados de la publicidad. En este sentido, resulta relevante observar que tan solo el hecho de que el inicio de un proceso suponga poner públicamente en cuestión la viabilidad de la empresa con problemas influye decididamente en las perspectivas de éxito de cualquier intento de reestructuración para la misma.

3. EL IMPAGO EN LA TEORÍA DEL SERVICIO ESTRATÉGICO DE LA DEUDA

Las posibles causas de un impago pueden resumirse en el concepto de desequilibrio financiero, sea este puntual o estructural. Dejando de lado disputas comerciales que pudieran ocasionar que temporalmente no se atiende algún compromiso financiero (9), la mayor parte de los impagos empresariales son debidos a una insuficiencia inmediata de recursos líquidos (10) o, en el caso más extremo, a haber alcanzado una condición de insolvencia que desencadena la aparición de problemas de liquidez.

Sin embargo, este enfoque, en el que el problema de la empresa se achaca a su estado financiero, no permite extraer conclusiones sobre la evolución y previsible dinámica temporal (*timing*) del impago. Razonando estrictamente desde ese principio causal, se debería concluir que, tan pronto como se alcanza la situación de estrés financiero en una empresa, todos los compromisos de la misma deberían verse afectados por igual. Sin embargo, esta conclusión es contrafactual y contraria a la intuición.

(7) Véase nota 1.

(8) Véase Berkovitch e Israel (1999).

(9) Como se ha apuntado anteriormente, estas se dejan fuera de lado en las definiciones de impago.

(10) La no disponibilidad de crédito para solucionar el problema de liquidez de una empresa solvente es, naturalmente, una condición necesaria adicional.

La clave para valorar el origen de esa contradicción reside en la necesidad de considerar todo impago como una decisión empresarial más, cuya esencia no difiere sustancialmente de otras que, en el día a día, adoptan los directivos de cualquier empresa. Con esta afirmación se pretende destacar el hecho incontestable de que, en la empresa, todas las decisiones, incluyendo también la elección de la modalidad en la que materializar el impago, deben estar precedidas por un cuidadoso análisis de costes y beneficios. En este sentido, el impago no es más que el resultado de una decisión estratégica sobre continuar o no pagando las deudas. Por su parte, para los acreedores, la apelación o no a la protección que puedan aportar los procedimientos concursales (11) debe concepcuarse en un marco de decisión similar.

Obviamente, la decisión de no atender un pago vencido normalmente viene precedida por una situación de desequilibrio financiero que sugiere la posibilidad de adoptar esa medida (12). Sin embargo, las cuestiones que, en conjunto, más interesan a la teoría del servicio estratégico de la deuda son las que hacen referencia a la identificación de las contrapartes o instrumentos financieros con mayor probabilidad de verse afectados por un impago, así como su secuencia temporal y su posterior evolución.

La lógica de los argumentos planteados hasta el momento invita a realizar algún tipo de comparación entre costes y beneficios de diferentes alternativas de impago.

4. COSTES Y BENEFICIOS DE DIFERENTES ALTERNATIVAS DE IMPAGO

Debe advertirse, de entrada, que no es el propósito de este trabajo la determinación cuantitativa del coste global que implican las diferentes alternativas de impago. El objetivo, mucho más modesto, es establecer un *ranking* cualitativo de costes entre las distintas modalidades de impago.

Se argumentará que el coste que supone un impago «privado» es normalmente menor que el de cualquier impago «público». Esto implica, a su vez, que el primer tipo de impago debe manifestarse en primer lugar o, expresándolo con más propiedad, que tiene mayor predisposición a producirse que las situaciones de impago más gravosas en términos de costes, que se manifestarían con posterioridad. Respecto a la secuencia temporal relativa a los impagos «públicos», no parece posible establecer

(11) Naturalmente, en el supuesto de que tengan esa protección a su alcance. En España, tanto el deudor como el acreedor pueden solicitar la quiebra, el procedimiento concursal teóricamente orientado a la liquidación. Sin embargo, el procedimiento concursal orientado teóricamente a la reorganización, la suspensión de pagos, tan solo puede ser requerido por el deudor.

(12) Sin embargo, no resulta descabellado considerar situaciones en las que el desequilibrio financiero no es extremo y en las que, debido a opciones implícitas a favor de los deudores contenidas en el esquema de funcionamiento de los procedimientos concursales, surgen incentivos a plantear a los acreedores ofertas de reestructuración de la deuda y a que estos últimos acaben aceptándolas.

una regla general, como consecuencia de los condicionantes impuestos por los elementos institucionales y prácticos derivados de la legislación y la jurisprudencia concursales. Dependiendo de la relación entre los costes que imponen esos procedimientos y las ventajas que reportan a las distintas partes, estas decidirán si acuden a los tribunales y cuándo, o si no lo hacen. De todos modos, cabe esperar que, normalmente, a mayor solvencia de la empresa, mayor probabilidad existe de que la primera etapa de reorganización se desarrolle de forma privada.

- Costes de los impagos «privados»

La difusión de noticias sobre dificultades de una empresa para afrontar sus pagos suele tener amplias consecuencias. Resulta evidente que, si los problemas financieros que subyacen a esa situación no son lo suficientemente importantes, nadie puede estar racionalmente interesado en que alcancen difusión pública. Por un lado, los acreedores son conscientes de que el fondo de comercio y otros importantes activos intangibles experimentarán una depreciación acelerada con la publicidad del problema, lo que dificultará todavía más la posibilidad de que la empresa pueda seguir pagando sus deudas. Por otro lado, si existe publicidad, también los accionistas se verán seriamente afectados, al ser titulares de los derechos residuales sobre los activos de la empresa.

Si los problemas por los que atraviesa la empresa son únicamente de naturaleza temporal, las distintas partes tenderán a alcanzar un acuerdo privado, al ser conscientes de que cualquier otra alternativa podría erosionar de forma irreversible el valor de la empresa, por la desconfianza que la publicidad puede desencadenar entre clientes y proveedores. Los desincentivos e incluso tensiones laborales que pueden surgir en esas situaciones son también aspectos de relevancia sustancial. Además, cabe también identificar un incentivo perverso a que algunos bancos mantengan los problemas de la empresa en secreto, ya que así puede resultar más sencillo que esta encuentre financiación en otra entidad bancaria y que el primer banco recobre sus créditos a la empresa, trasladando el problema a un competidor (13).

- Costes de los impagos «públicos»

Los razonamientos del punto anterior han intentado poner de manifiesto los factores que caracterizan los costes relativos de los impagos «privados» frente a los «públicos». Debe observarse que la me-

(13) Incentivos de este tipo se han identificado también en situaciones en que un banco es simultáneamente accionista importante y acreedor. Un ejemplo reciente lo brindan las críticas vertidas por acreedores bancarios generales contra la actuación de Deutsche Bank en el caso de la constructora Holzmann A.G. (véase *Der Spiegel*, febrero 2000). Por otra parte, la tendencia a retrasar el reconocimiento de un problema en el balance es una alternativa que, en ausencia de un régimen de supervisión apropiado, los bancos tienden a adoptar. Los problemas de morosidad en los balances de los bancos japoneses se inscriben razonablemente bien dentro de un comportamiento de este tipo.

nor cuantía de los primeros constituye una afirmación cuya veracidad depende de la magnitud del problema financiero subyacente. Precisamente, para desequilibrios financieros suficientemente importantes o para situaciones empresariales en las que la coordinación de los agentes afectados resulta complicada, son los procedimientos concursales los mecanismos institucionales específicamente diseñados para llevar a cabo una reorganización o liquidación ordenada. Pero, naturalmente, la publicidad es un requisito imprescindible para que esta forma de intervención pública en las situaciones empresariales terminales se desarrolle de forma adecuada.

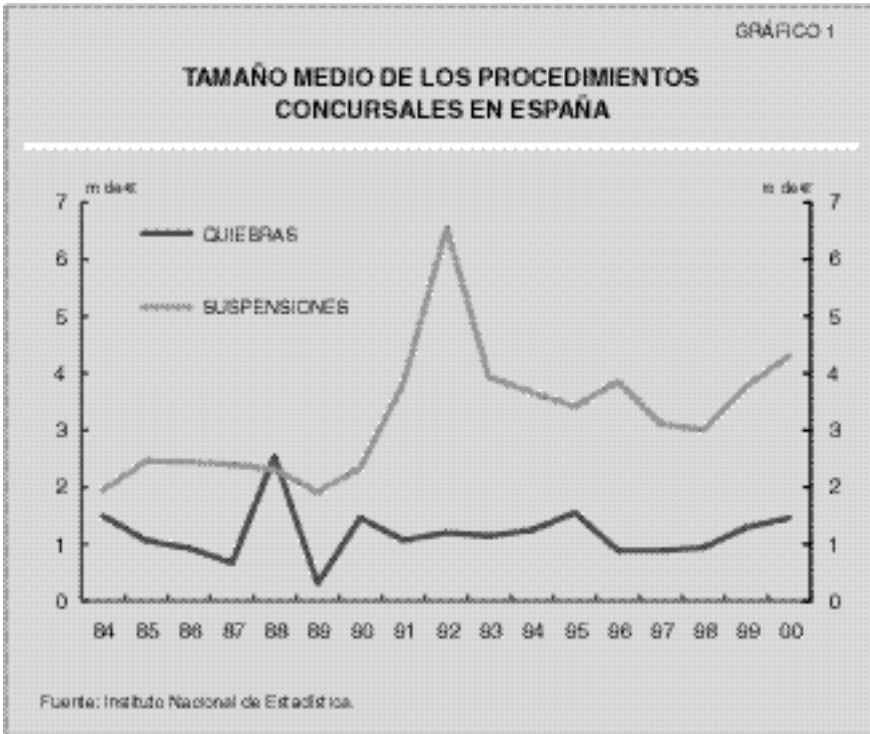
Una vez identificadas las diferentes fuentes de los costes a los que da lugar la publicidad, es momento de considerar también, aunque sea brevemente, los beneficios que los procedimientos concursales conceden a los distintos agentes que se ven involucrados en una crisis empresarial. Como ya se ha dicho, la relación entre estos beneficios y los costes comentados, junto con la magnitud de los problemas de la empresa, determinan que dichos agentes opten por un acuerdo privado o por apelar a los tribunales. Desgraciadamente, resulta muy complicado establecer patrones generales sobre las condiciones bajo las cuales se elegirá una u otra solución, sobre todo si se tienen en cuenta las peculiaridades de las diferentes jurisdicciones, ya que diferentes tradiciones concursales establecen distintos tipos de sesgos en los incentivos a la toma de dicha decisión (14).

Mientras algunos países, como Estados Unidos, mantienen una legislación concursal (15) sesgada a favor de la reorganización y en favor de los accionistas, otros países han optado por favorecer a los acreedores. Este es, en general, el caso de la mayor parte de los países europeos y, especialmente, del Reino Unido. De todos modos, la comparación entre distintos regímenes concursales se ve complicada por lo intrincado de sus detalles y prácticas. Aun así, una comparación reciente entre las legislaciones concursales francesa, alemana y británica, a cargo de Moody's (16), sostiene que un régimen favorable a los acreedores, como el inglés, tiende a anticipar la apelación a los tribunales por parte de los acreedores. Sin embargo, compensando esa predisposición a las soluciones judiciales, el denominado «London Approach», impulsado por el Banco de Inglaterra, constituye un código de conducta (optativo, no obligatorio) favorecedor de las soluciones privadas. En contraste, la legislación francesa concede bastante discrecionalidad al juez que dirige el proceso, lo que introduce un claro sesgo a favor de la reorganización de la empresa.

(14) Para una descripción detallada de los procedimientos concursales en los países desarrollados, véase Kaiser (1999).

(15) El «Chapter 11» es el código legislativo para la reorganización de empresas en crisis, mientras que el «Chapter 7» es el código que rige el procedimiento de liquidación.

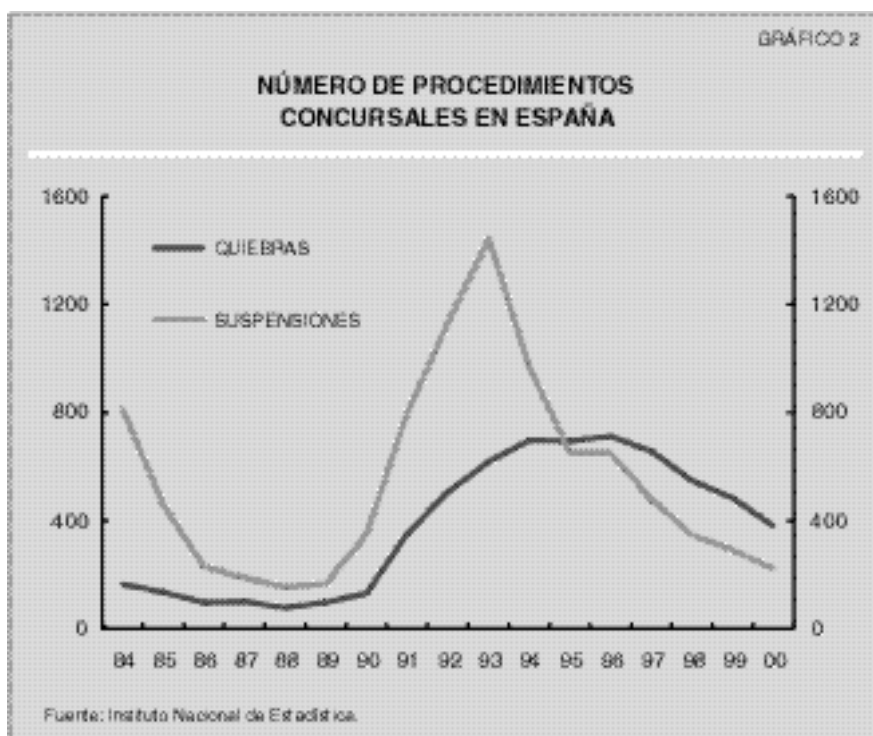
(16) Véase Moody's (2000).



Los procedimientos concursales españoles no encajan fácilmente en un esquema como este, inspirado exclusivamente en situaciones nítidamente diferenciadas, basadas en el estrés financiero que sufre la empresa afectada. Así, aunque parece clara la vocación teórica que presentan las normativas de la quiebra y de la suspensión de pagos para resolver, respectivamente, la liquidación y la reorganización ordenadas, ambos procedimientos pueden acabar perfectamente en las soluciones contrarias.

Por otro lado, resulta relevante observar un sesgo que presentan los procedimientos concursales españoles, relacionado con el tamaño de la empresa. En concreto, normalmente eligen la quiebra las empresas de pequeña dimensión incapaces de afrontar los costes derivados del proceso público de reorganización. El gráfico 1 ilustra este hecho, mostrando cuál ha sido el tamaño medio de la masa del pasivo en las quiebras y en las suspensiones de pagos en España en los últimos años. Por su parte, el gráfico 2 representa la evolución temporal reciente (1984-2000) del número de procesos concursales tramitados en los tribunales españoles.

Un hecho importante que también conviene destacar es que la apertura del procedimiento concursal de liquidación (la suspensión de pagos) puede ser solicitada en España tan solo por la empresa con problemas, abriéndose a continuación un proceso regulado de pseudo-negociación entre los acreedores y gestores, manteniendo estos últimos el control básico de la empresa. En conjunto, y sin entrar en este momento



a valorar la eficacia del sistema concursal español actual (17), debe destacarse que favorece a los deudores (accionistas) por, al menos, tres razones: porque, como se acaba de decir, sus representantes siguen controlando la empresa; porque se otorga a estos un notable poder de negociación; y, finalmente, porque la admisión a trámite de la solicitud desencadena la «congelación» de buena parte de los derechos de los acreedores.

Si los condicionantes legales citados se enmarcan en la teoría estratégica del servicio de la deuda, antes mencionada, esta puede concepcuarse como una aplicación concreta de la teoría de opciones reales. En este sentido, mientras que la secuencia temporal relativa y la preferencia por los distintos tipos de procedimientos concursales responden a la relación entre costes y ventajas de las distintas opciones (reales), las diferencias legales y su criterio de aplicación pueden entenderse como las condiciones de entorno del problema. En la práctica, sin embargo, resulta complicado que este enfoque basado en las opciones reales ofrezca visiones útiles. De todos modos, sí resulta claro, desde una perspectiva de costes, que los procedimientos concursales constituyen una frontera exterior para el problema de las empresas sanas. Esto equivale a plantear que, en caso de que el problema surgido no sea de insolvencia y de falta de viabilidad económica, la solución dominante es la coordinación entre deudores y accionistas, en alguna de sus variantes.

(17) Debe observarse que su revisión parece estar muy próxima.

5. EVIDENCIA EMPÍRICA

Las consideraciones desarrolladas en los apartados precedentes encontrarán en este un modesto contraste empírico, consistente en verificar si la falencia empresarial identificada en un registro central de créditos precede o no a la solicitud de suspensión de pagos. Para abordar esta cuestión, se ha seguido el método que a continuación se describe. La base estadística del análisis está constituida por un conjunto de compañías que atravesaron por problemas y que solicitaron la suspensión de pagos en algún momento del período 1996-2000. Debido al enfoque de este trabajo, centrado en cuestiones de *timing*, la información que se ha explotado de estas empresas es: por un lado, la fecha en la que alguna de ellas ha registrado la solicitud de suspensión de pagos en algún tribunal español; por otro, el historial de cada empresa en el registro central de crédito. El período temporal que cubre la extracción informativa del registro central de créditos es dependiente de la fecha en la que se solicitó la suspensión de pagos de cada empresa. En concreto, se ha considerado para cada empresa un período de tres años antes y uno después de su suspensión de pagos. De esta forma, resulta posible determinar el desfase temporal existente entre dos modalidades de impago de distinta naturaleza.

Las fuentes de información para este estudio han sido la Central de Información de Riesgos (CIR), el registro central de créditos español que gestiona el Banco de España, e Informa, que es una empresa que ofrece información financiera sobre empresas españolas a los acreedores de las mismas (actuales o futuros) bajo un régimen de suscripción (18). Entre los servicios que presta, Informa proporciona información sobre el estado y la evolución de los procedimientos concursales a los que se enfrentan las empresas. De la base de datos mantenida por Informa, se ha extraído un colectivo formado por las 534 empresas que solicitaron suspensión de pagos en el período comprendido entre 1996 y la primera mitad de 2000, así como las fechas en las que se produjo esa solicitud. Resulta relevante observar, en relación con este último dato, que la fecha elegida es la más temprana de la suspensión de pagos. De todos modos, la mayor parte de los efectos que se derivan de este procedimiento surgen en ese preciso momento o en uno muy cercano. En este sentido, puede considerarse que el análisis del desfase temporal que se presenta en este trabajo constituye una medida más bien moderada de aquel que media entre las modalidades de impago con menor publicidad, las recogidas en la CIR, y las de mayor difusión.

La información relativa a incumplimientos de difusión restringida proviene, como se ha dicho, de la CIR, que es responsable de la organización, administración y gestión del acceso a su base de datos, donde figuran deudores de entidades bancarias, de cajas de ahorros y de otras entidades de crédito. Todas estas instituciones deben presentar men-

(18) Aunque sea desde una perspectiva ajena a la línea argumental de este artículo, resulta relevante observar que uno de sus principales accionistas es CESCE, la empresa española que controla el seguro de crédito a la exportación.

sualmente datos sobre su financiación directa (préstamos, créditos, *leasing*, valores de renta fija, etc.) o indirecta (avales, etc.) a cualquier acreditado, por encima de un umbral mínimo (19). La base de datos que resulta de esas informaciones incluye registros detallados, por acreditado y tipo de operación, en los que se incluyen el importe y la situación de la financiación concedida por cada una de las entidades comunicantes. El conjunto de informaciones notificadas por todas las instituciones sobre un mismo acreditado permite obtener una imagen completa de su situación financiera. Es esta imagen agregada de cada empresa frente al conjunto del sistema crediticio la que constituye la base utilizada.

En este estudio cuantitativo se explota la situación en la que se encuentran las diversas operaciones de cada acreditado, de acuerdo con la información de la CIR. Lejos de utilizar información detallada de los riesgos desagregados, en este trabajo tan solo se ha utilizado una medida agregada del cumplimiento de las obligaciones financieras de cada acreditado frente al conjunto del sistema, deducida de las comunicaciones de las entidades declarantes a la CIR, ya que estas permiten reconstruir, para cada acreditado y tipo operación, una secuencia temporal del grado de cumplimiento de sus obligaciones financieras. De acuerdo con esta, actualmente se distinguen riesgos sin problemas, dudosos (20), diversas situaciones de morosidad y, como caso límite, situaciones en las que el acreditado es declarado suspenso.

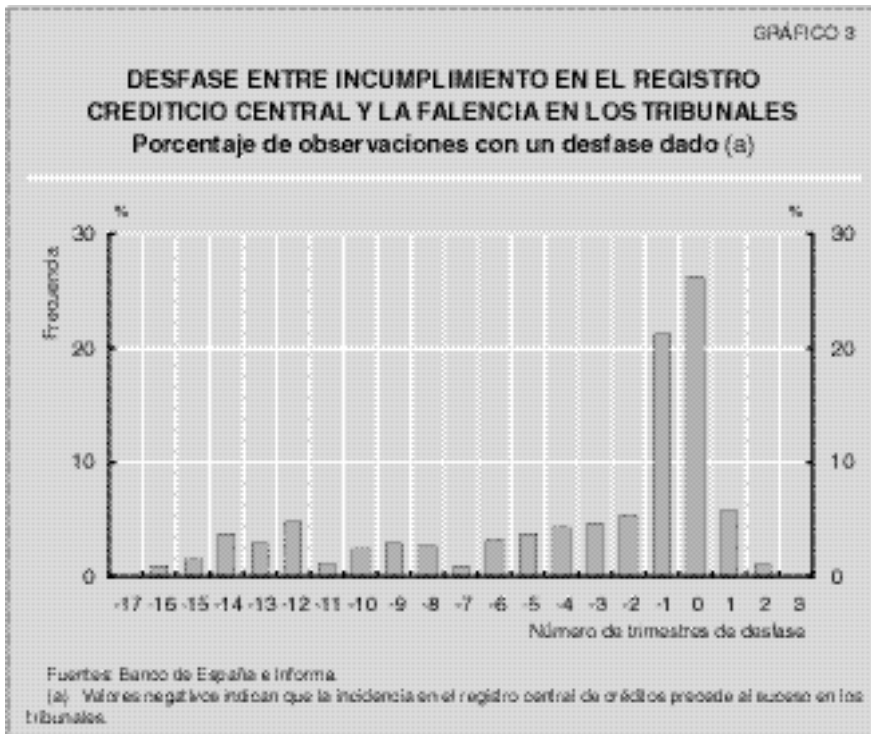
No es necesario entrar en la descripción detallada de los criterios a los que responden cada una de estas etapas para establecer la medida de impago de publicidad restringida, que, en este ejercicio, va a actuar como uno de los términos de la comparación apuntada más arriba. La medida elegida es el importe de la financiación concedida por el conjunto del sistema al acreditado, que está sujeta a una mora superior a tres meses.

Resulta relevante observar que esta definición de impago se corresponde bastante estrechamente con la de Standard&Poors mencionada en la introducción, en el sentido de que centra su atención en el retraso en el pago. Sin embargo, dicha definición es demasiado general para el problema que se aborda en este trabajo, puesto que, por analogía con lo que sucede con las suspensiones de pagos, es conveniente trabajar con una noción dicotómica de impago en la CIR. Para ello, basta con definir un umbral cuantitativo para la morosidad tal, que, si se supera, se considera que ha se ha producido un impago.

Obviamente, la magnitud de este umbral está sujeta a un compromiso. Debe ser lo suficientemente baja como para identificar como impagadoras a aquellas empresas que efectivamente lo son, aunque lo sean en una cuantía moderada. Pero, al tiempo, debe evitar que se recojan como

(19) Véanse Circular del Banco de España nº 3/1995 y su modificación posterior nº 1/2001.

(20) Por morosidad o por otros motivos.



impagos incidencias que no lo son, sino que derivan de disputas comerciales u otras situaciones excepcionales. Trabajando sin una guía cuantitativa precisa en relación con este umbral, el punto de corte para la definición de la variable dicotómica en cuestión se ha fijado tentativamente a partir de dos importes mínimos, que, al ser sobrepasados, definen la existencia de un impago: uno absoluto, fijado en 30.000 €, y otro relativo, consistente en que el importe sujeto a mora supere el 1,5 % de la financiación total concedida al acreditado por el conjunto del sistema. De todas formas, en la práctica, el umbral no se ha manifestado como una variable a la que se hayan mostrado sensibles los resultados del trabajo.

La fecha central del trimestre en la que la variable dicotómica descrita indica la existencia de un impago en la CIR se toma como término de comparación con la fecha de solicitud de la suspensión de pagos, a efectos de calcular el objetivo buscado: el desfase existente entre dos modalidades de impago con distinto grado de publicidad. El gráfico 3 resume los resultados de este análisis. Se puede observar que, en la CIR, los impagos se adelantan en varios trimestres a los detectados en los tribunales. Sin embargo, para el grueso de las observaciones ambas nociones de impago han venido siendo prácticamente simultáneas, salvo por el ligero adelanto con que se manifiesta el deterioro en la CIR. Sin embargo, la cola de la derecha del gráfico 3 también pone de manifiesto que la manifestación concursal del impago puede incluso anticiparse a su registro en la CIR.

Desgraciadamente, no se dispone de información que permita atribuir un componente causal común a los sucesos de impago considerados en

el estudio, lo que permitiría excluir del mismo observaciones en las que la incidencia crediticia en la CIR pudiera responder a situaciones y estrategias empresariales diferentes de las que han conducido a la posterior suspensión de pagos. En este sentido, el estudio presupone cierta continuidad temporal en los fundamentos de la empresa.

Tampoco se dispone de datos para formular una hipótesis bien articulada que explique por qué los impagos en los tribunales pueden preceder a los de la CIR. Sin embargo, debe observarse que este hecho no contraviene la lógica con arreglo a la cual funcionan tanto los procedimientos concursales españoles como la CIR. Como se describió en el apartado 4, la suspensión de pagos favorece la posición del deudor, quien podría albergar incentivos a anticipar al máximo su solicitud. Además, las condiciones que imponen los jueces para admitir las solicitudes no son especialmente estrictas, y la mayor parte de las ventajas que el procedimiento supone para el deudor devienen poco después de dicha solicitud (21).

Reconocido este sesgo anticipador, resta mencionar todavía dos posibles causas para que la situación concursal de la empresa se acabe reflejando con cierto retraso en la CIR. En primer lugar, el tiempo necesario para que los sistemas de información de las entidades encargados de comunicar a la CIR la situación de los acreditados tomen conocimiento del cambio en la situación del deudor. En segundo lugar, el tiempo que transcurre entre dicho conocimiento y el momento en que las entidades informan a la CIR de la nueva situación del acreditado. Teniendo esto en cuenta, el desfase positivo observado en la cola derecha del gráfico 3, que alcanza hasta dos trimestres, no constituye un hecho en exceso sorprendente.

Existe también evidencia indirecta que confirma la lógica basada en criterios de información que rige el desarrollo temporal de los impagos, que se ha venido presentando en este trabajo. Así, para un conjunto de empresas españolas, la comparación entre la respuesta de la cotización de sus acciones ante anuncios de reestructuración privada, por un lado, y al inicio de procesos concursales, por otro, ha puesto de manifiesto (22) que los efectos negativos son más importantes (25 % en promedio) en el segundo caso. Esta observación confirma que el procedimiento concursal tiene efectos más gravosos, por la acción conjunta de la mayor publicidad y de los mayores costes relativos que entraña esta solución. Para hacerse idea inmediata de esto último, basta observar que los tiempos medios de resolución de una crisis empresarial son de tres-cuatro meses cuando se aborda mediante una reorganización privada, y del orden de 20 meses cuando se afronta por la vía concursal.

(21) Véase Cerdá y Sancho (2001).

(22) Véase González Méndez y González Rodríguez (1998).

6. CONCLUSIONES

En este trabajo se ha discutido sobre distintas definiciones de impago, haciendo un especial énfasis en su diferente dinámica temporal. Se ha argumentado que el desarrollo de los impagos sigue normalmente una secuencia temporal determinada. Para un mismo acreditado, tienden a ocurrir, en primer lugar, impagos de préstamos bancarios o de instrumentos financieros ligados a operaciones comerciales. La clave en la que se basa esta conclusión es el menor coste que normalmente implica seguir un enfoque estratégico en el servicio de la deuda.

Tienden a ocurrir, a continuación, los incumplimientos que entrañan difusión de información sobre la empresa en problemas. El deterioro de la confianza y del fondo de comercio que entrañan los procedimientos concursales determinan que, normalmente, los intentos de reorganización privada precedan a la etapa «pública» en la resolución de crisis empresariales. Tan solo la imposibilidad de un acuerdo puede hacer atractivo para alguno de los participantes en la crisis la solicitud de inicio de un proceso concursal.

La evidencia empírica para el caso español parece apoyar la lógica de la gestión de crisis comentada en este trabajo. La comparación entre las fechas de impago en la CIR y en los tribunales, para el conjunto de empresas que solicitaron suspensión de pagos entre 1996 y 2000, confirma las propiedades de indicador anticipado de crisis empresariales que suelen atribuirse a los registros centrales de créditos. Sin embargo, el diseño institucional del procedimiento español de reorganización empresarial, sesgado a favor de los deudores, parece acercar en el tiempo la aparición de las dos formas de impago.

Una implicación práctica de este trabajo se refiere al nivel relativo de exigencia que deriva de la utilización de los mismos sistemas de calificación crediticia, cuando se aplican a diferentes jurisdicciones o abarcan un conjunto heterogéneo de instrumentos financieros. Concretamente, las ideas discutidas en este trabajo tienen una incidencia directa sobre la cuestión relativa a la viabilidad de realizar comparaciones entre sistemas internos y externos de *rating*. *Ceteris paribus*, la mayor probabilidad de observar un retraso en el pago de un préstamo, en contraposición con la menor probabilidad de que se produzcan impagos con mayor repercusión pública, implica que un sistema de calificación basado en una definición de impago referida a préstamos tenderá a presentar un resultado medio más negativo. La mayor facilidad con que se manifiestan los impagos en este tipo de instrumentos, en comparación con lo que sucede con los bonos, determina que, con todo lo demás constante, mostrarán un peor resultado las empresas que se evalúen con el estándar más exigente. En cualquier caso, la valoración de estas posibles distorsiones en los resultados de la calificación crediticia (*rating*), en particular cuando concurren diferentes legislaciones, exigirá más estudios comparativos.

APÉNDICE

ELEMENTOS DE LAS «REGLAS DE JUEGO» PARA LAS DECISIONES DE IMPAGO: GOBIERNOS, INSTITUCIONES FINANCIERAS Y EMPRESAS

En general, no es posible establecer una correspondencia estricta entre las etapas que atraviesan los impagos empresariales y las que presenta el impago de un gobierno o de una institución financiera. Esta realidad justifica la exclusiva atención que se ha concedido en este trabajo a la falencia empresarial al analizar el *timing* según el que se desarrollan los impagos. Sin embargo, resulta conveniente intentar identificar posibles paralelismos, para potenciar la mejor comprensión inter-disciplinar de un fenómeno clave para la estabilidad financiera (23).

Recientemente, ha captado la atención de quienes diseñan la arquitectura financiera internacional la búsqueda de un enfoque inter-disciplinar para abordar la resolución de incumplimientos soberanos, adoptando como modelo los métodos empleados en las reestructuraciones de empresas en crisis. La solución de las crisis de deuda soberana se está enfocando, cada vez más, desde la perspectiva jurídico-práctica de coordinación entre agentes que subyace al tratamiento de los impagos empresariales (24). De hecho, también recientemente, el FMI ha apoyado públicamente la idea de crear un procedimiento concursal internacional, con el fin de asegurar una negociación ordenada de las reestructuraciones de deuda soberana (25). La esencia de la idea es que un país con problemas de deuda obtendría una protección legal temporal (*standstill*), a cambio de la promesa de negociar con sus acreedores bajo un marco claro de: supervisión del proceso, definición de los ajustes de política económica necesarios, implicación del sector privado en la resolución de la crisis, y participación de los prestamistas de última instancia. En lo básico, la idea que barajan quienes proponen este tipo de soluciones es la creación de un procedimiento oficial de reestructuración de deuda soberana que congregaría a todos los acreedores para alcanzar una solución coordinada.

Obviamente, las «reglas de juego» en vigor son de gran relevancia para la secuencia temporal con la que se desarrollan los incumplimientos soberanos. Concreta, y muy especialmente, la existencia de prestamistas en última instancia sin aparentes restricciones de fondos prestables ha supuesto en el pasado un motivo de retraso, tanto para el estallido como para la resolución de las crisis. En este sentido, la adopción de procedimientos pseudo-concursales para las situaciones de estrés soberano debería tener como uno de sus objetivos centrales el asegurar que la aparición y desenlace de la crisis presenten una secuencia temporal ordenada. Otra consecuencia positiva de un régimen concursal de esa

(23) Véase Clementi (2001).

(24) Véase Haldane y Kruger (2001).

(25) Véase Krueger (2001).

naturaleza debería ser, obviamente, obtener una nítida definición de impago soberano. Por ejemplo, actualmente no es posible cualificar, fuera de toda duda, la voluntariedad o no de algunos procedimientos aplicados en reestructuraciones de deuda soberana, debido a la ausencia de procedimientos formales aplicables. Esta falta de precisión afecta directamente al funcionamiento de los mercados, como se ha puesto de manifiesto recientemente por las disputas que han surgido, con motivo de la identificación del origen concreto que ha motivado el impago soberano en la crisis de Argentina (26).

La relevancia de la liquidez en las situaciones de estrés constituye también un condicionante decisivo para la evolución temporal de los pagos en las instituciones financieras. De hecho, es ya larga la tradición mundial de todo un cuerpo articulado de instituciones (prestamista en última instancia, seguro de depósito) creadas específicamente para hacer frente a situaciones en las que la ausencia de coordinación entre los acreedores tiene efectos particularmente agudos, que normalmente se manifiestan en forma de crisis de liquidez. De todos modos, la especificidad de la noción de impago en una institución financiera alcanza a casi todas las etapas de su evolución y, en consecuencia, al marco institucional con que se abordan. Así, incluso las etapas terminales de la crisis de un banco merecen procedimientos legales especiales, como el de la intervención, una medida alternativa al puro procedimiento concursal, cuya aplicación resulta poco habitual en empresas no financieras (27).

BIBLIOGRAFÍA

- BERKOVITCH, E. e ISRAEL, R. (1999). «Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems», *The Review of Financial Studies*, verano, vol. 12, nº 2, pp. 347-377.
- CERDÁ, F. y SANCHO, I. (2001). «Quiebras y suspensiones de pagos: claves para la reforma concursal», *Colección de Estudios Económicos*, nº 25, «La Caixa».
- CLEMENTI, D. (2001). «Debt workouts for corporates, banks and countries: some common themes», en *Financial Stability Review*, Bank of England Financial, diciembre, pp. 203-210.
- DAHLSTROM, T. y MELLA-BARRAL, P. (1999). «Corporate Walkout Decisions and the Value of Default», FMG Working Paper, London School of Economics.
- GONZÁLEZ MÉNDEZ, V. M. y GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1998). «Procedimientos de resolución de insolvencia financiera en España: costes de insolvencia y transferencias de riqueza», mimeo, II Jornadas de Economía Financiera de Bilbao, 18 y 19 de junio de 1998.

(26) Por ejemplo, algunos participantes en el «European Repo Committee General Meeting», que tuvo lugar en Madrid el pasado 14 de enero de 2002, criticaron la falta de precisión de las definiciones del GMRA 95 en el caso de la crisis argentina.

(27) Sin embargo, esto no excluye los episodios de intervención de las autoridades públicas en determinadas industrias clave y en situaciones especiales de crisis.

- HALDANE, A. y KRUGER, M. (2001). «The resolution of international financial crisis: private finance and public funds», en *Financial Stability Review*, Bank of England, diciembre, pp. 193-201.
- KAISER, K. M. J. (1999). «El derecho concursal en los países más industrializados», en *La reforma del derecho concursal y la eficiencia económica*, Consejo general de colegios de economistas.
- KRUEGER, A. (2001). Discurso en «Club Annual Members», 26 de noviembre de 2001, disponible en <http://www.imf.org/external/hp/speeches/2001/112601.htm>.
- MOODY'S (1999). «Historical Default Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-1998», Moody's Investors Service, enero 1999.
- (2000). «Bankruptcy and Ratings: A Leveraged Finance Approach for Europe», marzo 2000.
- STANDARD AND POORS (2000). «Ratings Performance 1999, February 2000», p. 6.