Privilegio salarial y reestructuración ...nanciera: El papel del Fondo de Garantía Salarial

A. Jorge Padilla
CEMFI y CEPR

Alejandro Requejo
Universidad Carlos III de Madrid

Working Paper No. 9714
September 1997

Agradecemos los comentarios y sugerencias de Samuel Bentolila, Sandro Brusco, Álvaro Espina, Rafael Repullo, Rafael Salas, Julio Segura, Simón Sosvilla y Javier Suárez. Asimismo, queremos agradecer la ayuda prestada por la Secretaría General del Fondo de Garantía Salarial. (Correo electrónico: padilla@cem....es, arequejo@emp.uc3m.es.

CEMFI, Casado del Alisal 5, 28014 Madrid, Spain.
Tel: 341 4290551, fax: 341 4291056, http://www.cem....es.

Resumen

En este artículo, desarrollamos un modelo teórico para estudiar las implicaciones de la preferencia del crédito salarial y de la actuación de un fondo de garantía de salarios sobre la e…ciencia de la reestructuración …nanciera. De los resultados de éste modelo se deducen claras recomendaciones de política económica que afectan a ambas instituciones legales.

Palabras clave: Deuda bancaria, empleo, Fondo de Garantía Salarial, privilegio salarial, reestructuración …nanciera.

Clasi…cación del JEL: G32, G33 y J21.

1 Introducción

Uno de los problemas más graves, posiblemente el más preocupante, de la economía española en estos momentos es su elevada tasa de paro; una parte importante de la cual se debe a la destrucción de empleo resultante del fracaso empresarial. Las razones de este último son variadas pero, claramente, una de la más importantes es el fuerte nivel de endeudamiento de las empresas españolas que las hace particularmente vulnerables en periodos recesivos. Dado el escaso desarrollo de otras fuentes de …nanciación en España, no parece posible que el recurso a la deuda privada por parte de nuestras empresas disminuya sustancialmente en los años venideros. Por tanto, es importante establecer mecanismos que faciliten la renegociación de la deuda para así asegurar la continuidad de empresas potencialmente rentables que se enfrentan a problemas de viabilidad …nanciera en un determinado momento del tiempo. De esta manera, dada la estructura de capital de nuestro tejido industrial y de servicios, podremos mitigar las consecuencias negativas sobre el empleo del fracaso empresarial. Dos instituciones legales que, a nuestro entender, pueden facilitar dicha tarea, pero que han sido en gran medida ignoradas por el análisis económico, son: el privilegio salarial y el Fondo de Garantía Salarial.

La literatura existente, tanto jurídica (Ríos, 1984), como económica (Chang, 1992, Cooper, 1987, Winton, 1995), se ha centrado en las razones que justi…can el privilegio salarial. En este trabajo, por el contrario, desarrollamos un modelo teórico para estudiar las implicaciones de la preferencia del crédito salarial (salarios e indemnizaciones) y de la actuación de un fondo de garantía de salarios sobre la e…ciencia de la reestructuración …nanciera, la continuidad de empresas rentables sujetas a problemas de viabilidad, y la salvaguardia del empleo.

Demostramos que la reestructuración …nanciera de empresas con problemas de viabilidad …nanciera es en general ine…ciente, ya que se liquidan proyectos empresariales potencialmente rentables (infrainversión), mientras que se permite continuar a empresas con proyectos de nula rentabilidad (sobreinversión). Estas ine…ciencias se generan siempre que la empresa, además de los créditos bancarios que intenta reestructurar, incurra en deudas con sus trabajadores. Gertner y Scharfstein (1991) proporcionan un resultado similar, donde las ine…ciencias en la reestructuración de la deuda bancaria se deben a la presencia de otros acreedores …nancieros cuya deuda no es fácilmente renegociable. El papel de los acreedores …nancieros en Gertner y Scharstein (1991) está representado por los trabajadores en nuestro modelo. El supuesto fundamental es, pues, que la renegociación del crédito salarial es más complicada que la renegociación de la deuda con entidades …nancieras y no puede ser vinculada a esta última.

En particular, por las razones mencionadas al comienzo, nuestra principal preocupación es la de resolver o, al menos, mitigar los problemas de infrainversión asociados a la reestructuración …nanciera. En este sentido, demostramos que el problema de infrainversión es menor si el crédito salarial goza de preferencia en caso de liquidación de la empresa y si se permite a la empresa emitir deuda bancaria privilegiada dentro de un paquete de medidas de salvamento de la misma.

El problema de infrainversión también puede resolverse mediante la creación de un fondo de garantía de salarios que …nancie los créditos salariales de empresas insolventes. La preferencia de los créditos de este organismo con respecto al crédito salarial también es importante; concretamente, se demuestra que es conveniente que el crédito salarial tenga preferencia sobre los del fondo.

En la sección 2 se realiza una breve panorámica institucional, donde se describen las principales características de la legislación española sobre la preferencia del crédito salarial y del Fondo de Garantía Salarial. En la sección 3 se describe y analiza nuestro modelo teórico. En la sección 4, se concluye con una discusión de las recomendaciones de política económica que se derivan de nuestro análisis.

2 Panorámica institucional

En esta sección realizamos una descripción de la preferencia que la legislación laboral española concede a los créditos salariales en caso de insolvencia empresarial, y de la estructura y funcionamiento del Fondo de Garantía de Salarios (FOGASA). Finalmente, se compara la legislación española actual con la existente en un conjunto de países desarrollados.

2.1 España

2.1.1 Privilegio salarial

La legislación laboral española concede preferencia a los créditos salariales (esto es, a los salarios e indemnizaciones adeudados a los trabajadores) frente al resto de créditos soportados por la empresa en caso de insolvencia o deterioro patrimonial. Esta preferencia también se conoce como prelación del crédito salarial o, simplemente, como privilegio salarial.

De acuerdo con Ríos (1984), existen dos razones que justi…can el tratamiento preferencial que recibe el crédito salarial por parte del Derecho positivo español. En primer lugar, la prestación del trabajo constituye frecuentemente la única fuente de ingresos por parte de los trabajadores por cuenta ajena, lo que genera una preocupación político-social. En segundo

lugar, el trabajo (entendido como esfuerzo y dedicación) efectivamente incorporado en la producción de un bien o en la prestación de un servicio no puede ser restituido al trabajador en caso de que el empresario atraviese dificultades patrimoniales. Esto es, el crédito salarial, por su propia naturaleza, no goza de garantía alguna a menos de que la Ley se la otorgue.

Desde el punto de vista de la teoría económica, el privilegio del crédito salarial se explica por la diferencia en grado de aversión al riesgo entre los trabajadores y los otros acreedores de la empresa (esto es, accionistas y entidades financieras). Los trabajadores son más aversos al riesgo que los accionistas y bancos puesto que, a diferencia de estos últimos, su capacidad de diversificación se ve limitada por problemas informacionales de diverso tipo. Por tanto, la preferencia del crédito salarial viene en parte a satisfacer la demanda de aseguramiento de los trabajadores.[1]

En el Cuadro 1 se presenta el texto íntegro del Artículo 32 del Estatuto de los Trabajadores (ET) que regula las garantías del salario en España. La protección del salario en España tiene las siguientes características fundamentales:

1. Una parte del crédito salarial (últimos 30 días de trabajo) goza de preferencia sobre cualquier otro tipo de crédito (ET: Art 32.1).

2. El resto de los créditos por salario (incluidas las indemnizaciones por despido) tienen la condición de singularmente privilegiados; es decir, tienen preferencia sobre cualquier otro crédito excepto, en algunos casos, los créditos con derecho real (ET: Art. 32.3). La consideración de las indemnizaciones como crédito salarial ha sido objeto de debate a lo largo del tiempo; de hecho, en versiones previas del Estatuto de los

[1] Véanse Chang (1992), Cooper (1987) y Winton (1995).

Trabajadores las indemnizaciones no eran consideradas como crédito salarial y por tanto no gozaban de privilegio con respecto a los otros créditos de la empresa (véase Ríos, 1984).

3. Los privilegios anteriores del crédito salarial están limitados en cuantía (ET: Art. 32.1 y Art. 32.3).

4. Los créditos salariales tienen preferencia sobre los bienes elaborados por los trabajadores mientras estén en posesión del empresario (ET: Art 32.2).

5. El crédito salarial mantiene su carácter privilegiado durante la suspensión de pagos (ET: Art. 32.5). De acuerdo con la Ley de Suspensión de Pagos vigente en nuestro país (LSP), los créditos concedidos tras la suspensión de pagos gozan necesariamente de preferencia con respecto a los créditos ordinarios concedidos con antelación al inicio del procedimiento concursal, pero tienen menor prioridad que los créditos singularmente privilegiados, como por ejemplo, los créditos salariales.[2]

2.1.2 Fondo de Garantía Salarial (FOGASA)

El Fondo de Garantía Salarial (FOGASA) es un Organismo Autónomo dependiente del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. Este Fondo está regulado por el Artículo 33 del Estatuto de los Trabajadores (véase el Cuadro 2), el Real Decreto 505/1985 (RD) y la Orden de 20/8/1985 (OD). El principal objetivo del Fondo, de acuerdo con la exposición de motivos del Real Decreto 505/1985, es "garantizar la percepción de salarios adeudados e indemnizaciones insatisfechas por causas derivadas del desequilibrio patrimo-

[2] Véanse Brosa (1994, p. 173) y Broseta (1991, pp. 740-1).

nial de las empresas ... para evitar notorios perjuicios a los trabajadores que, en otro caso, se verían forzados ... a seguir largos procedimientos [judiciales] ...[y] a no poder atender adecuadamente necesidades, en ocasiones de carácter perentorio". Sin embargo, tanto del articulado del propio Real Decreto como del de la Orden 25/8/1985 (véase el punto 5 (b) más abajo), se deduce que FOGASA ha de tomar también en consideración al diseñar sus prestaciones tanto la viabilidad de la empresa como el mantenimiento del empleo en la misma.

Las principales características del FOGASA son las siguientes:

1. La dirección del FOGASA está integrada por representantes de la Administración Pública, de las Organizaciones sindicales y de las Organizaciones empresariales (RD: Arts. 4, 5 y 7).

2. El Fondo se …nancia con aportaciones efectuadas por los empresarios que emplean trabajadores por cuenta ajena y con los ingresos provenientes de su obligatoria subrogación de los derechos y acciones de los trabajadores frente a los empresarios deudores (ET: Art. 33.5). Cualquier posible disparidad entre el monto de estas fuentes "propias" de …nanciación y las prestaciones realizadas es subsanada a través del presupuesto del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

3. El Fondo garantiza a los trabajadores la recepción de los salarios, hasta un máximo de cuatro meses, y las indemnizaciones pendientes de pago por despido (por voluntad del trabajador, ET: Art. 50, por despido colectivo o por fuerza mayor, ET: Art. 51), hasta un máximo de una anualidad. En este caso, la actuación del FOGASA está limitada a los casos de insolvencia, declarada y reconocida judicialmente, suspensión de pagos, quiebra, fuerza mayor o concurso de acreedores (ET:

Art. 33.1, Art. 33.2). Estos pagos se conocen como prestaciones por insolvencia.

4. Asimismo, el Fondo debe abonar el 40 por ciento de las indemnizaciones legales derivadas de despido colectivo (ET: Art. 51) o de despido por causas objetivas (ET: Art. 52) en empresas de menos de 25 trabajadores (ET: Art. 33.8). Estos pagos se conocen como prestaciones por regulación.

5. En el caso de prestaciones por insolvencia:

   (a) Pueden promover expediente para el reconocimiento de las prestaciones tanto los trabajadores titulares de créditos salariales como los órganos de administración de la empresa sometida a procedimiento concursal (RD: Art. 20.1).

   (b) FOGASA se subroga en los derechos y acciones de los trabajadores con el ...n de recuperar las cantidades satisfechas (ET: Art. 33.4). De cara al reintegro de las cantidades adeudadas, FOGASA puede concluir acuerdos de devolución en los que se determinan los aspectos relativos a la forma, plazos y garantías, conjugando la e...cacia de la acción subrogatoria con las exigencias de continuidad empresarial y salvaguardia del empleo (RD: Art. 32.1). En concreto, en la determinación de los plazos, FOGASA debe tener en cuenta, entre otros aspectos, la viabilidad de la empresa y el número de trabajadores que la misma ocupa y se propone ocupar (OD: Art. 2.2). Las cantidades aplazadas devengarán el interés legal del dinero (OD: Art. 4.1).

   (c) Estos derechos mantienen el carácter privilegiado de los créditos salariales (ET: Art. 33.4). Cuando los créditos adquiridos por

> el FOGASA en virtud de la subrogación concurran con los que puedan conservar los trabajadores por la parte no abonada por el Fondo, unos y otros se satisfarán a prorrata de sus respectivos importes (RD: Art. 3.3).

En el año 1995, FOGASA concedió prestaciones por valor de 77.262 millones de pesetas, bene…ciando a 144.201 trabajadores de 32.852 empresas. De estas prestaciones, aproximadamente el 90% correspondieron a prestaciones por insolvencia. De estas últimas, 35.25% fueron destinadas a empresas con menos de 25 empleados, 36.20% a empresas con 26-50 empleados, 21.75% a empresas con 51-250, y el resto a empresas con más de 250 empleados. En el Grá…co 1, se representa la evolución temporal del número de empresas afectadas, trabajadores bene…ciarios y prestaciones acordadas — distinguiendo entre prestaciones por insolvencia y regulación — por FOGASA para el periodo 1986-1995.

La …nanciación del FOGASA ha evolucionado a lo largo del tiempo. Así, las aportaciones empresariales crecieron desde 0,2% de la masa salarial en 1977 hasta el 1,1% en 1985, para luego decrecer hasta el 0,4% en 1995. La evolucion de las cuotas empresariales presenta un patrón moderadamente contracíclico. Una constante en todo este periodo, sin embargo, es la baja tasa de recuperación de los créditos efectuados vía subrogación de los derechos de los trabajadores. Esta tasa era apróximadamente del 1% en 1985 (véase Yemin y Bronstein (1991)) y del 14,2% en 1995.[3] No es de extrañar, por tanto, que los ingresos obtenidos por esta vía sólo representen un 6,3% de los ingresos totales del FOGASA en 1995.[4] De acuerdo con Yermin y Bronstein, la razón tras esta baja tasa de recuperacion es que el

[3] Cifra obtenida a partir de los datos de la Memoria del FOGASA para el año 1995.
[4] Memoria FOGASA 1995.

FOGASA "no había hecho uso, deliberadamente, durante muchos años de sus posibilidades de recuperar por vía de subrogación las sumas avanzadas a los trabajadores cuando esto hubiera conducido a la liquidación de las empresas deudoras". De cara a reducir el coste para el FOGASA de esta política de mantenimiento de las empresas en crisis, el FOGASA comenzó a concluir acuerdos de devolución (también llamados convenios de recuperación) con aquellas empresas consideradas como potencialmente viables. Estos convenios representaron un 5,6% del total de prestaciones por insolvencia en 1987 con un máximo del 25,3% en 1993. Una evolución moderadamente procíclica (véase el Cuadro 3).

2.2 Comparación internacional

En el Artículo 11 del Convenio de 1949 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) se aborda el asunto de los privilegios salariales. En este artículo se recomienda que, en caso de insolvencia empresarial, los trabajadores sean tratados como acreedores preferentes por las legislaciones laborales de los países miembros y que, como tales, reciban lo que se les adeuda antes de que los acreedores ordinarios puedan reclamar el reembolso de sus créditos. De forma análoga, la Unión Europea recomienda a los estados miembros la creación de instituciones de garantía con objeto de asegurar a los trabajadores asalariados el pago de sus créditos impagados.[5]

En el Cuadro 4 se describen las principales características de la protección de los salarios en cinco países occidentales: Alemania, España, Estados Unidos, Francia y Reino Unido. En todos ellos se atribuye rango preferencial al crédito salarial.[6] Sin embargo, sólo dos países — España y Francia —

[5] Véase el Diario O…cial de las Comunidades Europeas, L/283/23, de 28 de octubre de 1980.

[6] En el caso de Canadá, el crédito salarial también goza de cierto privilegio sobre los créditos ordinarios (véase Fischer y Martel, 1995).

conceden a (una parte del) salario adeudado preferencia absoluta frente al resto de acreedores; en el resto — Alemania, Estados Unidos y Reino Unido —, los créditos con garantía real ostentan preferencia absoluta con respecto al resto de deudas de la empresa, incluidos los créditos salariales.

En Alemania, España, Francia y Reino Unido existe un fondo público destinado a asegurar el cobro de los salarios en caso de insolvencia empresarial. En Estados Unidos, sólo el estado de Oregón posee un fondo de esta naturaleza.[7]

Finalmente, mientras que en España los créditos concedidos a una empresa immersa en un procedimiento concursal no tienen prioridad sobre los créditos salariales previos al inicio del procedimiento (sección 2.1.1), éste no es el caso en otros países. Por ejemplo, en los EE.UU., los créditos concedidos a empresas con problemas de viabilidad …nanciera que operan bajo el Capítulo 11 del Bankruptcy Code pueden llegar a gozar de carácter privilegiado sobre los créditos ya existentes.[8]

3 Reestructuración …nanciera y privilegio salarial

3.1 Descripción del modelo básico

En esta sección, presentamos un modelo estático de la reestructuración de la deuda bancaria de una empresa con problemas de viabilidad …nanciera. Este modelo es muy similar al de Gertner y Scharfstein (1991) con la diferencia de que nuestra atención se concentra en el papel jugado por el crédito salarial en el proceso de reestructuración …nanciera.

Al comienzo del periodo (t = 0), la empresa está endeudada con una

[7] Fondos similares existen en Austria, Argentina, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Irlanda, Israel, Japón, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia y Suiza.

[8] Véase Felsenfeld (1996, pp. 180-1).

única entidad bancaria. El valor total de la deuda (incluyendo principal e intereses) es $B = B_0 + B_1$, donde $B_0 > 0$ vence en $t = 0$ (deuda a corto plazo) y $B_1 > 0$ vence en $t = 1$ (deuda a largo plazo). Sea $q = B_0/(B_0 + B_1)$ la proporción de la deuda bancaria a corto plazo sobre la deuda total. En caso de liquidación de la empresa, la deuda bancaria tiene prioridad sobre los derechos de los accionistas.

En $t = 0$, la empresa tiene empleados a N trabajadores a los que adeuda sus salarios, wN. Además, la empresa tiene dos activos: (i) activos líquidos con una valoración igual a Y, y (ii) un proyecto de inversión cuya ejecución requiere una inversión adicional $I > 0$. Este proyecto proporciona $X(N)$ unidades de producto …nal en $t = 1$. Este producto es vendido en un mercado perfectamente competitivo en $t = 1$ a un precio incierto ex ante $\tilde{p} \in [0; 1]$, distribuido de acuerdo con una función de distribución $F(\cdot)$, con una función de densidad asociada $f(\cdot)$. Por tanto, el proyecto de inversión disponible en $t = 0$ tiene una rentabilidad bruta estocástica igual a $\tilde{p}X(N)$ en $t = 1$.

En $t = 1$, los trabajadores reciben un salario igual a $w > 0$ siempre y cuando la empresa genere recursos su…cientes para cubrir todas sus deudas y tienen preferencia sobre los accionistas y el banco en caso contrario.[9] Una proporción $(1 - \acute{A}) \in [0; 1]$ de estos trabajadores tiene derecho a indemnizaciones de despido $c > 0$. Por simplicidad, suponemos que la empresa no

[9] Por tanto, el pago esperado en $t = 0$ por un trabajador de la empresa es igual a:

$$w^e = w(1 - F(a)) + \int_0^a \frac{\mu X(N)}{N} dF(\mu);$$

donde $a = wN/X(N)$. Si $\overline{w}$ denota el salario de reserva común para todos los trabajadores, entonces en un mercado de trabajo competitivo el salario de equilibrio será tal que:

$$w^e = \overline{w}:$$

Dado que N es constante a lo largo del tiempo y que los salarios tienen siempre preferencia sobre los otros créditos soportados por la empresa, el salario de equilibrio w permanecerá invariante con independencia de los cambios que en la gestión y propiedad de la empresa puedan producirse.

posee activos reales, tales como plantas o equipo productivo. Además, todos los agentes (accionistas, banco y trabajadores) son neutrales al riesgo y el tipo de interés del activo seguro es cero.

La empresa se enfrenta a un problema de viabilidad …nanciera en $t = 0$: $Y < B_0 + wN + I$. Esto es, no posee la liquidez su…ciente para hacer frente al pago de la deuda a corto plazo, al pago de los salarios de los trabajadores previamente contratados, así como para invertir en el nuevo proyecto. Por tanto, la empresa requiere un préstamo de fondos por valor de $I + B_0 + wN - Y$ para hacer frente a sus obligaciones contractuales y ser capaz de invertir en el nuevo proyecto de inversión.

Nótese que si la empresa es liquidada, la deuda a largo plazo, cuyo vencimiento inicial era en $t = 1$, vence inmediatamente. Dado que, además, la empresa debe indemnizar a los trabajadores despedidos, sus pagos totales en caso de liquidación son iguales a $B + (w + (1 - \acute{A})c)N$ en $t = 0$. Suponemos que $Y < B + (w + (1 - \acute{A})c)N$, con lo que los accionistas pre…eren estrictamente mantener la empresa activa en $t = 0$; ya que, si no reinvierten en $t = 0$ todos sus activos líquidos se invierten en el pago de salarios y deuda, con lo que el valor de liquidación es nulo, mientras que existe un valor de opción positivo asociado a la continuación de la actividad. (Esto es, suponemos que $X(N) - wN > \hat{B}$, donde $\hat{B} = B + wN + I - Y$ es el endeudamiento total de la empresa en caso de que no sea liquidada).

Si la empresa es liquidada y las reglas de prioridad absoluta se respetan, los accionistas no reciben nada, mientras que los pagos para los trabajadores y el banco tras la liquidación son $L_w = \min\{Y; (w + (1 - \acute{A})c)N\}$ y $L_b = Y - L_w = \max\{0; Y - (w + (1 - \acute{A})c)N\}$ respectivamente.

Los accionistas pueden, en principio, conseguir los fondos necesarios para asegurar la viabilidad de la empresa de diferentes fuentes: pueden obtener

…nanciación adicional de su banco o, por el contrario, obtener crédito de otras entidades …nancieras o, incluso, ampliar capital mediante la emisión de nuevas acciones. Analizaremos estas opciones en la próxima sección.

3.2 Reestructuración …nanciera

a) Una condición necesaria: Consideremos inicialmente que la empresa no puede conseguir …nanciación de ninguna otra fuente que no sea su banco habitual y que, si éste no le presta dichos fondos la empresa se verá abocada a la liquidación.[10]

La reestructuración de la deuda consiste básicamente en una extensión del vencimiento de la deuda a corto plazo, esto es, el pago de la deuda a corto plazo B_0 es pospuesto hasta $t = 1$. La empresa también obtiene fondos adicionales e iguales a $wN + I - Y$ para …nanciar la nueva inversión y pagar las deudas con los trabajadores. El valor total de la deuda tras la reestructuración es por tanto igual a $B^b = B + wN + I - Y$. Esta deuda vence en $t = 1$, momento en el cual, la empresa también debe satisfacer los salarios de los trabajadores, wN.

Por tanto, dados nuestros supuestos sobre prioridades, si $\mu X(N) < wN$, el banco y los accionistas no obtienen rendimientos en $t = 1$. En caso contrario, los accionistas y el banco se reparten $\mu X(N) - wN$. Por tanto, el valor máximo del rendimiento neto esperado por el banco tras la reestructuración de la deuda y la inversión en el nuevo proyecto es:

$$V_b = \int_a^1 [\mu X(N) - wN]\, dF(\mu) - (wN + I - Y); \qquad (1)$$

donde $a = wN/X(N)$. V_b es igual al pago neto esperado del banco tras la

[10] Suponemos que $B^b - B_1 > E(\mu X(N) - wN - B_1 \mid \mu \leq (wN + B_1)/X(N))$, de manera que la empresa se enfrenta a un clásico problema de debt overhang, por lo que ningún derecho con valor facial $B^b - B_1$ y menor prioridad que la deuda ya comprometida es factible.

reestructuración y reinversión sólo si, durante la negociación, los accionistas de la empresa, de cara a asegurar la continuación del proyecto empresarial, entregan al banco todos sus derechos sobre los rendimientos residuales de la empresa, $\mu X(N) - wN - B$. Una condición necesaria para que el banco este dispuesto a reestructurar su deuda y re…nanciar a la empresa es pues que

$$V_b \geq L_b; \tag{2}$$

o, dado que $L_b = Y - L_w$, que

$$E(\mu X(N)) - I \geq \int_0^a \mu X(N)dF(\mu) + wN(1 - F(a)) - L_w + wN: \tag{3}$$

Sea V_w el valor esperado en $t = 0$ del crédito salarial en $t = 1$, dado que la reestructuración …nanciera tiene lugar.[11] Dados nuestros anteriores supuestos, éste es igual a

$$V_w = \int_0^a \mu X(N)dF(\mu) + wN(1 - F(a));$$

y, por tanto, (3) se puede rescribir como

$$E(\mu X(N)) - (I + wN) \geq V_w - L_w: \tag{4}$$

El banco accederá a reestructurar la deuda y prestará los fondos necesarios para su continuación sólo si el valor total esperado del proyecto, $E(\mu X(N)) - (I + wN)$, es mayor que $V_w - L_w$. La diferencia $V_w - L_w$ junto con la masa salarial wN constituye la transferencia pecuniaria que el banco y los accionistas colectivamente realizan en favor de los trabajadores en caso de que la deuda bancaria se reestructure y la empresa continué en actividad.

[11] Por tanto, si la restructuración tiene éxito, los trabajadores reciben en términos esperados un total de $wN + V_w$.

b) E…ciencia: La diferencia V_w ¡ L_w puede ser positiva o negativa. Si es positiva, el banco puede no estar dispuesto a re‡otar la empresa incluso si el nuevo proyecto de inversión de la misma tiene un valor total esperado positivo (esto es, $E(\mu X(N))$ ¡ $(I + wN) > 0$). En este caso, los salarios constituyen efectivamente un impuesto sobre el proyecto de inversión con el consiguiente efecto desincentivador de la inversión. Nos enfrentaremos a un posible problema de infrainversión.

Si la diferencia V_w ¡ L_w es negativa, el banco puede proporcionar nuevos fondos a la empresa incluso cuando el valor total descontado del nuevo proyecto de inversión de la misma, $E(\mu X(N))$ ¡ $(I + wN)$, es negativo. Hablaremos, entonces, de un problema de sobreinversión. En todo caso, a menos que V_w ¡ L_w sea igual a cero, la decisión de re‡otar la empresa y la consiguiente inversión en el nuevo proyecto de inversión de la misma pueden ser subóptimas. En concreto, existen valores de $I > 0$, para los que la elección del banco es ine…ciente.

La diferencia V_w ¡ L_w es decreciente en el valor de las indemnizaciones por despido, c, así como en la proporción de trabajadores que tienen derecho a ellas, (1 ¡ Á). La explicación es sencilla. Mientras que el valor esperado del crédito salarial tras la reestructuración, V_w, es independiente de c y (1 ¡ Á), un incremento de cualquiera de estos parámetros incrementa el valor de liquidación de la empresa para los trabajadores, L_w. Por tanto, de la ecuación (4) se deduce que una reducción en el valor de la indemnización por despido o en el número de trabajadores que tienen contratos con derecho a tal indemnización, tiene un mismo efecto sobre la e…ciencia del proceso de reestructuración …nanciera: estos cambios hacen más (menos) probable la infrainversión (sobreinversión) en proyectos con valor neto esperado positivo

(negativo).[12]

Sorprendentemente, la estructura de vencimientos de la deuda no tiene efecto alguno sobre la e…ciencia del proceso de reestructuración de la empresa. En efecto, V_w ¡ L_w y, equivalentemente, V_b ¡ L_b son independientes de q. Para entender mejor este resultado, nótese que: (i) V_b no depende de q puesto que toda la deuda a corto plazo se transforma en deuda a largo plazo tras la reestructuración; (ii) L_b no depende de q tampoco, porque si la empresa es liquidada, toda la deuda con vencimiento en $t = 1$ se retrotrae a $t = 0$, con lo que lo único que importa en todo caso es el valor total del endeudamiento de la empresa.

c) Concesiones salariales: Una alternativa para mejorar la e…ciencia de la reestructuración y reorganización de la empresa en caso de que nos enfrentemos a un problema de infrainversión es persuadir a los trabajadores de que trans…eran al banco parte de sus derechos futuros (mediante concesiones salariales). Todo ello de cara a conseguir que la diferencia V_w ¡ L_w se aproxime a cero y que, de esta manera, las posibilidades de supervivencia de la empresa y de mantenimiento del empleo aumenten.

Esta posibilidad, aunque en principio factible, es di…cil de llevar a la práctica.[13] La negociación con los trabajadores se verá di…cultada por la heterogeneidad de los mismos (con diferencias en cuanto a edad, educación, capital humano idiosincrático, riqueza, etc.), así como por problemas del tipo free rider puesto que cada uno de los trabajadores deseará que sean sus compañeros quienes asuman el coste de asegurar la viabilidad futura de la empresa sin sacri…car él sus derechos futuros. Es posible que la existencia de

[12] Formalmente, el conjunto de valores de $I \in (0; 1)$ para los que se produce un problema de infrainversión (sobreinversión) es mayor (menor). Es en este sentido en el que hablamos de que la "probabilidad" de uno u otro tipo de ine…ciencia.

[13] Sin embargo, Brosa (1994, p.241.) sugiere que "[l]a congelación de rentas es fácil de obterner. [i]ncluso la renegociación del convenio laboral ...".

un sindicato dentro de la empresa con quién negociar estas medidas facilitara su consecución. En todo caso, el análisis detallado de este aspecto excede los límites de este trabajo.

d) Otras fuentes de …nanciación: En principio, la empresa podría obtener la …nanciación necesaria para solventar su problema de liquidez acudiendo a otros bancos o ampliando capital, en vez de reestructurar la deuda existente con su banco habitual.[14]

La ecuación (4), que establece una condición necesaria para la reestructuración cuando sólo el banco habitual puede re…nanciar la empresa, se convierte en

$$E(\mu X(N)) \text{ ¡ } (I + wN) \text{ ¸ } (V_w \text{ ¡ } L_w) + (V_b^1 \text{ ¡ } L_b);$$

cuando los fondos requeridos son provistos por un nuevo banco, o en

$$E(\mu X(N)) \text{ ¡ } (I + wN) \text{ ¸ } (V_w \text{ ¡ } L_w) + (V_b^2 \text{ ¡ } L_b);$$

cuando la empresa amplia capital. V_b^1 y V_b^2 son los valores de continuación del banco que …nanció la empresa en un comienzo en cada uno de estos dos casos, donde (puesto que la nueva …nanciación bancaria tiene igual prelación que la ya existente),

$$V_b^1 = B_0 + B_1(1 \text{ ¡ } F(c)) + \int_a^c [\mu X(N) \text{ ¡ } wN] \left(\frac{B_1}{B_1 + B_2}\right) dF(\mu); \quad (5)$$

con $c = (wN + B_1 + B_2)/X(N) > a = wN/X(N)$ y (ya que las acciones tienen menor prelación que la deuda bancaria existente),

$$V_b^2 = B_0 + B_1(1 \text{ ¡ } F(b)) + \int_a^b [\mu X(N) \text{ ¡ } wN] dF(\mu): \quad (6)$$

[14] Esto sólo es posible, claro está, si la empresa no se enfrenta al problema de debt overhang descrito en la nota .

con $b = (wN + B_1)/X(N)$.

De las ecuaciones (5) y (6) (dado que $a < b < c$) se obtiene que $V_b^1 < V_b^2$. Esto es así pues las acciones siempre tienen en caso de liquidación una menor preferencia que la deuda, aún la más recientemente emitida. Esto implica que el conjunto de nuevos proyectos de inversión que pueden ser …nanciados mediante la ampliación de capital está contenido en el conjunto de proyectos que pueden ser …nanciados mediante la emisión de nueva deuda. Sin embargo, la diferencia $V_b^1 - L_b$ puede ser positiva o negativa, lo que implica que nuestro modelo no permite hacer una predicción de…nitiva sobre los méritos relativos como mecanismos de re‡otación de empresas con problemas de viabilidad …nanciera de (a) la reestructuración de la deuda existente y (b) la emisión de nueva deuda. Para esta comparación es preciso conocer la estructura de vencimientos de la deuda ya existente, q, y la prioridad de las nuevas emisiones de deuda con respecto a la deuda ya comprometida.[15]

Ahora bien, aún cuando estas nuevas inyecciones de capital pueden facilitar (di…cultar) el re‡ote de la empresa afectada haciendo menos (más) probable su liquidación, no modi…can el valor de la diferencia $V_w - L_w$, ya que el crédito salarial tiene preferencia tanto sobre la deuda ya comprometida como sobre la emitida para re‡otar la empresa, así como sobre los derechos de los accionistas. En consecuencia, el impacto del crédito salarial sobre la decisión de inversión es independiente de la fuente de la nueva …nanciación. En las secciones siguientes, nos centraremos pues en reestructuraciones de la deuda bancaria.

[15] Véase Gertner and Scharfstein (1991, págs. 1196-7) para una discusión detallada de estos temas.

3.3 Privilegio salarial y e…ciencia

Hasta el momento hemos supuesto que tanto los salarios como los pagos por indemnizaciones tienen preferencia sobre la deuda bancaria. Sin embargo, éste no es necesariamente el caso en muchos países (véase la descripción institucional de la sección 2). El cambio en la preferencia del crédito salarial tiene un efecto doble sobre la decisión de reestructuración y reinversión, ya que afecta simultáneamente al valor de los derechos del banco tanto si la empresa es liquidada como si no. Por supuesto, una taxonomía completa de los diferentes regímenes de prelación de créditos está fuera de lugar. Así que centraremos nuestra atención tan sólo en una serie de principios generales.

En primer lugar, es fácil demostrar (véase el Apéndice A(a)) que cuanto mayor es la prelación de la deuda bancaria tras la reestructuración, $B^b = B_0 + B_1 + wN + I - Y$, mayor es el retorno neto esperado para el banco cuando la empresa no es liquidada, V_b, y, dado que el valor de liquidación para el banco L_b no varía, más fácil resulta que el banco acepte re‡otar la empresa. Esto es, el banco estará dispuesto a proporcionar fondos para proyectos de inversión que requieran desembolsos iniciales I relativamente más altos. Una consecuencia directa de este resultado es que si el gobierno desea evitar la liquidación de la empresa y mantener los puestos de trabajo, debería permitir a las empresas con problemas de viabilidad …nanciera emitir deuda con prioridad sobre los créditos salariales futuros y, también, pasados si parte de estos hubieran sido objeto de "espera" en t = 0 (una posibilidad que podríamos incorporar al modelo sin coste alguno).[16] En el caso español, la legislación mercantil y laboral no permite a la empresa en suspensión de

[16] Véase el trabajo de Berkovitch y Kim (1990) para un análisis comprehensivo del efecto de las distintas relaciones de preferencias sobre los incentivos a la inversión en empresas con un fuerte nivel de endeudamiento.

pagos emitir deuda con preferencia a los créditos salariales,[17] lo que según nuestro modelo di…cultad la continuidad de la empresa y el mantenimiento del empleo en la misma.

Por el contrario, si la deuda salarial en $t = 0$ y/o las indemnizaciones en caso de despido tienen la misma preferencia que la deuda bancaria ya comprometida, $B = B_0 + B_1$, o tienen menor prelación que esta última, el banco extrae mayores rentas en caso de liquidación de la empresa (esto es, L_b aumenta) mientras que el retorno neto esperado para el banco cuando la empresa continua activa no cambia (véase el Apéndice A(b)). Por tanto, es más probable que el banco no esté dispuesto a prestar nuevos fondos, ya que la diferencia V_b ¡ L_b disminuye, con lo que la liquidación de la empresa será más probable. En lo que concierne al caso español, este argumento sugiere que la inclusión de las indemnizaciones como parte del crédito salarial privilegiado en la redacción actual del Estatuto de los Trabajadores no sólo puede ser defendida desde un punto de vista jurídico (Ríos, 1984) o político-social, sino también desde el punto de vista de la e…ciencia económica.

3.4 Los efectos de un fondo público de garantía salarial

Una forma alternativa para facilitar la viabilidad de empresas con problemas …nancieros y así proteger el empleo es la creación de un fondo público cuyo objetivo sea proteger el empleo en aquellas empresas con problemas de viabilidad …nanciera, permitiendo a estas últimas reestructurar sus compromisos salariales a lo largo del tiempo.[18]

Formalmente, suponemos que el fondo presta a la empresa una cantidad

[17] Tanto si estos son de nueva constitución, esto es, a pagar en $t = 1$ (ET: Art. 32.1), como si son debidos, esto es debieron satisfacerse en $t = 0$ (ET: Art. 32.5).

[18] Este fondo público guarda relación con el Fondo de Garantía Salarial español (FOGASA) cuyas características básicas fueron discutidas en la sección 2.1.2.. Aunque la protección del empleo no es el objetivo principal del FOGASA sí que constituye un objeto subsiario de preocupación para el mismo (véase el punto 5 (b) de la sección 2.1.2.).

igual a wN para que ésta pueda pagar los salarios corrientes en $t = 0$. Este préstamo tiene vencimiento en $t = 1$ y tiene la misma prioridad que los derechos de los trabajadores en dicho periodo.[19] Este crédito puede dejar a la empresa en una de las dos siguientes situaciones: (i) la empresa puede ser capaz de seguir activa y …nanciar su nuevo proyecto de inversión sin necesidad de otros fondos, lo que sucede si $Y \geq B_0 + I$, ó (ii) la empresa puede necesitar nuevos fondos para poder continuar activa, lo que ocurre si $Y < B_0 + I$. En el primer caso, los accionistas de la empresa mantienen el control efectivo de la misma. Dados nuestros supuestos, los accionistas encuentran óptimo invertir en el nuevo proyecto con lo que el fondo alcanza su objetivo de proteger el empleo.

En el segundo caso, el control efectivo de la decisión de inversión está en manos del banco, quién proveerá a la empresa con los fondos necesarios para tal …n sólo si:

$$E(\mu X(N)) - (I + wN) \geq \Psi_w + V_f - L_w; \tag{7}$$

donde Ψ_w es el valor esperado en $t = 0$ del crédito salarial tras la reestructuración, igual a

$$\Psi_w = \int_0^{\min[2a;1]} \frac{1}{2}\mu X(N)dF(\mu) + wN(1 - F(2a)), \tag{8}$$

donde, como antes, $a = wN/X(N)$; V_f denota el bene…cio esperado del fondo, que es igual a

$$V_f = \int_0^{\min[2a;1]} \frac{1}{2}\mu X(N)dF(\mu) + wN(1 - F(2a)) - wN < 0; \tag{9}$$

y $L_w = \min\{Y; wN + c(1 - \acute{A})N\}$ es el valor de liquidación de la empresa para los trabajadores. Nótese que L_w no queda modi…cado por la intervención del fondo, ya que éste no afecta la estructura de prelación en caso de liquidación.

[19] Este es el caso español, donde los préstamos del FOGASA conservan el carácter de créditos privilegiados con la misma prelación que los créditos salariales no satisfechos por el fondo.

Comparando las ecuaciones (4) y (7), se puede demostrar que la intervención del fondo favorece la inversión y posibilita la viabilidad de la empresa, con lo que efectivamente el empleo queda protegido. La razón es que el fondo subsidia la actividad de la empresa: (a) directamente, al transferir recursos a la empresa, puesto que $V_f < 0$; y (b) indirectamente, al disminuir el valor del crédito salarial tras la reestructuración: comparando las ecuaciones (3) y (8), se obtiene que $\tilde{V}_w < V_w$.

Por tanto, también en este caso el fondo consigue proteger el empleo. Ahora bien, esto se consigue sólo a costa de perjudicar a los trabajadores en t = 1. La intuición está basada en el efecto de la intervención del fondo sobre la prelación de créditos en t = 1: en ausencia del fondo, la deuda salarial se …nancia mediante la emisión de deuda con prioridad inferior a la de los salarios en t = 1, mientras que cuando la …nanciación proviene del fondo, la deuda contraída con el fondo tiene la misma prioridad que los salarios.

En algunos países (por ejemplo, en Alemania), el crédito del fondo tiene menor prioridad que los salarios. En este caso, el subsidio al empleo es todavía mayor. Los trabajadores se ven menos perjudicados sin que la viabilidad de la empresa quede amenazada en mayor medida. De hecho, en el contexto de nuestro modelo, esta medida favorece la continuación de la empresa ya que, aunque el subsidio indirecto $V_w - \tilde{V}_w$ sea menor, el subsidio directo V_f es su…cientemente mayor. (La prueba analítica de este resultado se encuentra en el Apéndice B).

En España, el FOGASA no sólo se hace cargo del pago de salarios en caso de reestructuración, sino también en casos de quiebra y liquidación de la empresa. Sin embargo, esto no afecta en absoluto a los resultados anteriores. La demostración de esta última a…rmación es la siguiente. En primer lugar, nótese que aún cuando para ciertos valores de los parámetros del modelo el

valor de liquidación de la empresa para los trabajadores aumenta (en este caso, L_w ´ (w+(1 ¡ Á)c)N ¸ minfY; (w+(1 ¡ Á)c)Ng), el valor de liquidación para el banco L_b sigue siendo igual a maxf0; Y ¡ (w + (1 ¡ Á)c)Ng. Además, el valor esperado por el banco tras la intervención del Fondo

$$\psi_b = \int_{\min[2a;1]}^{1} [\mu X(N) ¡ 2wN]dF(\mu) ¡ (I ¡ Y) > V_b;$$

es independiente de si éste interviene en caso de liquidación o no.

4 Conclusiones

En este artículo, hemos desarrollado un modelo teórico con el ...n de estudiar las implicaciones de la preferencia del crédito salarial y de la actuación de un fondo de garantía de salarios sobre la e...ciencia de la reestructuración ...nanciera de empresas en crisis. De los resultados de este modelo se extraen las siguientes recomendaciones que tienen como ...n asegurar la continuidad de empresas viables pero en crisis y el mantenimiento del empleo en las mismas:

1. Conceder al crédito salarial preferencia en el cobro en caso de liquidación. Nuestro trabajo sugiere que las indemnizaciones por despido deben considerarse crédito salarial y, por tanto, gozar del mismo privilegio que los salarios debidos.[20] Este privilegio debe ser matizado cuando la empresa insolvente lleva a cabo un proceso de reestructuración de la deuda con sus acreedores ...nancieros con el ...n de asegurar su continuidad. En este caso, se debe permitir a la empresa emitir nueva deuda con preferencia sobre el crédito salarial (que, sin embargo, deberá seguir gozando de preferencia con respecto al resto de créditos).

[20] Nuestro análisis apoya, por tanto, la redacción actual del Estatuto de los Trabajadores que otorga carácter privilegiado a las indemnizaciones por despido (ver sección 2.1.1).

2. Establecer un fondo público de garantía de salarios que …nancie el pago de salarios e indemnizaciones en caso de insolvencia. Los créditos de este fondo deben tener menor prioridad que el crédito salarial en caso de liquidación.

Estas recomendaciones sugieren algunas reformas en el sistema legal de protección del salario en España. Concretamente, la legislación laboral y mercantil debería permitir la emisión de deuda con preferencia sobre los salarios si esto permite asegurar la continuidad de la empresa insolvente. Esto es, en esta materia, recomendamos acercar nuestar legislación en materia de suspensión de pagos al modelo americamo (ver sección 2.2). Asimismo, el Fondo de Garantía Salarial (FOGASA) podría jugar un mayor papel en la salvaguardia del empleo. Para que esto fuera así, la forma, prelación y plazos de sus créditos deberían rediseñarse para facilitar la continuidad de las empresa potencialmente viables.

En este artículo, hemos asumido que el nivel de empleo permanece invariante a lo largo del proceso de reestructuración …nanciera. Este supuesto puede ser excesivamente restrictivo por lo que parece conveniente comentar, siquiera brevemente, los resultados que se obtendrían sin su inclusión.

En un trabajo reciente, Padilla y Requejo (1997) analizan una versión dinámica del modelo de este artículo donde el nivel de empleo se determina endógenamente tanto antes como después de los problemas de viabilidad …nanciera. Los autores demuestran que la plantilla de la empresa puede quedar reducida tras un proceso de reestructuración de la deuda bancaria.[21] Esto es así, cuando en el proceso de renegociación de la deuda, el banco se

[21] Padilla y Requejo (1997) comprueban esta predicción teórica en una muestra de 558 empresas españolas que experimentan problemas de viabilidad …naciera durante el periodo 1983-1994. Esta muestra procede de la Central de Balances del Banco de España. El principal resultado empírico es que las reducciones de empleo son función del nivel de endeudamiento pero únicamente para el subconjunto de empresas cuya estructura de

convierte en el poseedor de los derechos residuales de propiedad y control. Esto es, cuando el banco se hace con el control de las decisiones estratégicas y de gestión de la empresa; algo que es frecuente en estos casos.[22]

En caso de que la empresa no vaya a ser liquidada, estas reducciones de plantilla son e…cientes ya que, debido al efecto de la responsabilidad limitada, los objetivos del banco como poseedor de los derechos residuales de propiedad y control de la empresa están más en línea con el objetivo de maximización del valor global de la empresa que lo que están los objetivos de los accionistas (véase, Jensen y Meckling, 1976). Ahora bien, el efecto ex ante de esta medida sobre la e…ciencia es ambiguo: hacer la liquidación menos atractiva para el banco tiende a mitigar los problemas de infrainversión y agravar los de sobreinversión discutidos en el artículo.

En cuanto a la prioridad del crédito salarial, en la sección 3.3, concluíamos que si el gobierno deseaba evitar la liquidación de empresas con problemas de viabilidad …nanciera y mantener el empleo en las mismas, debería permitirles emitir deuda con prioridad sobre los créditos salariales futuros. Padilla y Requejo (1997) muestran que esta recomendación es igualmente válida cuando el nivel de empleo tras la reestructuración es endógeno.

Nuestro análisis se ha restringido a estudiar los efectos de determinadas instituciones concursales desde un punto de vista ex post. Es bien sabido que muchas reformas destinadas a mejorar la e…ciencia ex post, al facilitar la renegociación de acuerdos contractuales de carácter incompleto, pueden provocar graves ine…ciencias ex ante. Resolver al mismo tiempo las ine…cien-

vencimientos se desplaza del corto al largo plazo. Requejo (1996) presenta evidencia íntimamente relacionada sobre este tema.

[22] La evidencia sugiere que, como resultado de la renegociación de sus créditos, los acreedores de empresas con problemas de viabilidad …nanciera aumentan sustancialmente su representación en los consejos de administración de dichas empresas, consiguen imponer a las mismas gestores próximos a sus intereses y, frecuentemente, adquieren paquetes accionariales importantes. Véase Gilson (1990).

cias ex ante y ex post en un mundo de contratos incompletos es difícil y, en casos, imposible. No obstante, este es un tema importante que será objeto de nuestra investigación en el futuro.

Apéndice A: Privilegio salarial y e…ciencia

(a) Supongamos que la deuda emitida tras la renegociación, $\hat{B}$, tiene preferencia sobre los salarios en $t = 1$, wN. El pago al banco en caso de liquidación no se ve afectado por este cambio en la prelación del crédito salarial ya que las preferencias en $t = 0$ no se ven afectadas. Sin embargo, el valor máximo del rendimiento esperado neto del banco tras la reestructuración se transforma en:

$$\hat{V}_b = \int_{\hat{e}}^{1} [\mu X(N) - wN]\, dF(\mu) + \hat{B}[F(\hat{e}) - F(\hat{a})] + \int_{0}^{\hat{a}} [\mu X(N)]\, dF(\mu) - (wN + I - Y);$$

donde $\hat{a} = (\hat{B} + wN)/X(N) > \hat{a} = \hat{B}/X(N)$. Comparando esta última ecuación con la ecuación (1), se tiene que:

$$\hat{V}_b > V_b;$$

lo que implica que este cambio de prelaciones mitiga el problema de infrainversión.

(b) Si el crédito salarial en $t = 0$, $W_0 = (w + c(1 - \acute{A}))N$, tiene la misma prioridad que la deuda bancaria $B = B_0 + B_1$, entonces los pagos para los trabajadores y el banco tras la liquidación pasan a ser $\hat{L}_w = \min\{\frac{W_0}{W_0 + B} Y; W_0\}$ y $\hat{L}_b = Y - \hat{L}_w$ respectivamente. Comparando estos pagos con los correspondientes al caso en que el crédito salarial gozaba de preferencia absoluta, $L_w = \min\{Y; W_0\}$ y $L_b = Y - L_w$, se obtiene que:

$$\hat{L}_b > L_b:$$

Dado que este cambio no afecta al valor máximo del rendimiento esperado neto del banco tras la reestructuración, V_b, entonces la ecuación (2) implica que el cambio en las prelaciones agrava el problema de infrainversión.

Apéndice B: Prelación del crédito del fondo de garantía

Supongamos que $Y < B_0 + I$, con lo que a pesar de la …nanciación del fondo de garantía de salarios la empresa necesita …nanciación externa para sobrevivir. Supongamos, además, que el crédito del fondo de garantía, wN, tiene la misma preferencia que la nueva deuda bancaria, $\hat{B} = B + I - Y$. Entonces, el valor máximo del rendimiento esperado neto del banco tras la reestructuración se transforma en:

$$V_b^{f1} = \int_{\min(a+\hat{a};1)}^{1} [\mu X(N) - 2wN]\, dF(\mu)$$
$$+ \int_{a}^{\min(a+\hat{a};1)} [\mu X(N) - wN] \left(\frac{\hat{B}}{\hat{B} + wN} \right) dF(\mu) - (I - Y):$$

donde $\hat{a} = (\hat{B} + wN)/X(N) > a = wN/X(N)$. El valor máximo del rendimiento esperado neto del banco tras la reestructuración cuando los créditos del fondo gozan de la misma prioridad que el crédito salarial es igual a:

$$V_b^{f2} = \int_{\min(2a;1)}^{1} [\mu X(N) - 2wN]\, dF(\mu) - (I - Y):$$

Dado que en el intervalo $(2a;\ a + \hat{a})$, se cumple que $[\mu X(N) - 2wN] \cdot [\mu X(N) - wN] \left(\frac{\hat{B}}{\hat{B}+wN} \right)$, entonces se tiene que:

$$V_b^{f1} \geq V_b^{f2};$$

lo que, puesto que el pago al banco en caso de liquidación no se ve afectado por este cambio en la prelación del crédito salarial ya que las preferencias en $t = 0$ no se ven afectadas, implica que este cambio de prelaciones mitiga el problema de infrainversión.

Referencias

Berkovitch, E., y Kim, E.H. (1990), "Financial contracting and leverage induced over- and under-investment incentives", Journal of Finance, 45, 765-794.

Brosa, P. (1994), Suspensión de pagos y reestructuración empresarial, Bilbao: Ediciones Deusto S.A.

Broseta, M. (1991), Manual de Derecho Mercantil, Madrid: Tecnos.

Chang, C. (1992), "Capital structure as an optimal contract between employees and investors", Journal of Finance, 47, 1141-1158.

Cooper, R. W. (1987), Wage and employment patterns in labor contracts: microfoundations and macroeconomic implications, New York: Harwood Academic Publishers.

Däubler, W. (1994), Derecho del trabajo, Madrid: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

Felsenfeld, C. (1996), Bankruptcy, New York: Emmanuel Law Outlines.

Fischer, T.C.G., y Martel, J. (1995) "The creditors' …nancial reorganization decision: new evidence from Canadian data", Journal of Law, Economics and Organization, 11.1, 112-126.

FOGASA. Memoria 1994. Madrid.

FOGASA. Memoria 1995. Madrid.

Gertner, R., y Scharfstein, D. (1991), "A theory of workouts and the e¤ects of reorganization law", Journal of Finance, 46, 1189-1222.

Gilson, S. (1990), "Bankruptcy, boards, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership when …rms default", Journal of Financial Economics, 27, 355-387.

Jensen, M., y Meckling, W. (1976), "Theory of the …rm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", Journal of Financial Economics, 3, 305-360.

Padilla, A.J., y Requejo, A. (1997), "Financial distress, bank debt restructurings and layo¤s: theory and evidence", Boston University, Industry Studies Program. D.P. No 74..

Requejo, A. (1996), "Reducción de plantilla y problemas de viabilidad …nanciera: el papel de la estructura de capital", Investigaciones Económicas, 20.1, 43-70.

Ríos, B. (1984), Los privilegios del crédito salarial, Civitas, Madrid.

Winton, A. (1995), "Costly-state veri…cation and multiple investors: the role of seniority", Review of Financial Studies, 8, 91-123.

Yemin, E. y Bronstein, A. (Eds.) (1991), Protección de los créditos laborales en caso de insolvencia del empleador, O…cina Internacional del Trabajo, Serie de Relaciones de Trabajo 76, Ginebra.

Cuadro 1. Garantías del Salario

Art. 32. Estatuto de los Trabajadores

Real Decreto Legislativo 1/1995 de 24 de marzo

(B.O.E. 29/3/95)

1.	Los créditos por salarios por los últimos treinta días de trabajo, y en cuantía que no supere el doble del salario mínimo interprofesional, gozan de preferencia sobre cualquier otro crédito, aunque éste se encuentre garantizado por prenda o hipoteca.
2.	Los créditos salariales gozarán de preferencia sobre cualquier otro crédito respecto de los objetos elaborados por los trabajadores, mientras sean propiedad o estén en posesión del empresario.
3.	Los créditos por salarios no protegidos en los números anteriores tendrán la condición de singularmente privilegiados en la cuantía que resulte de multiplicar el triple del salario mínimo interprofesional por el número de días de salario pendientes de pago, gozando de preferencia sobre cualquier otro crédito, excepto los créditos con derecho real, en los supuestos en los que éstos, con arreglo a la ley, sean preferentes. La misma consideración tendrán las indemnizaciones por despido en la cuantía correspondiente al mínimo legal calculada sobre una base que no supere el triple del salario mínimo.
4.	Las preferencias reconocidas en los números precedentes serán de aplicación tanto en el supuesto de que el empresario haya iniciado un procedimiento concursal, como en cualquier otro en el que concurra con otro u otros créditos sobre bienes del empresario.
5.	Las acciones que puedan ejercitar los trabajadores para el cobro de los créditos a los que se re…ere este artículo no quedarán en suspenso por la tramitación de un procedimiento concursal.
6.	El plazo para ejercitar los derechos de preferencia del crédito salarial es de un año, a contar desde el momento que debió percibirse el salario, transcurrido el cual prescribirán tales derechos.

Cuadro 2. El Fondo de Garantía Salarial
Art. 33. Estatuto de los Trabajadores
Real Decreto Legislativo 1/1995 de 24 de marzo
(B.O.E. 29/3/95)

1.	El Fondo de Garantía Salarial, Organismo Autónomo dependiente del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, con responsabilidad jurídica y capacidad de obrar para el cumplimiento de sus …nes, abonará a los trabajadores el importe de los salarios pendientes de pago, a causa de insolvencia, suspensión de pagos, quiebra o concurso de acreedores de los empresarios. A los anteriores efectos se considerará salario la cantidad reconocida como tal en acto de conciliación o en resolución judicial por todos los conceptos a que se re…ere el artículo 26.1, así como la indemnización complementaria por salarios de tramitación que en su caso acuerde la Jurisdicción competente, sin que pueda el Fondo abonar, por uno u otro concepto conjunta o separadamente, un importe superior a la cantidad resultante de multiplicar el duplo del salario mínimo interprofesional diario por el número de días de salario pendiente de pago, con un máximo de ciento veinte días.
2.	El Fondo de Garantía Salarial, en los casos del número anterior, abonará indemnizaciones reconocidas como consecuencia de sentencia o resolución administrativa a favor de los trabajadores a causa de despido o extinción de los contratos conforme a los artículos 50 y 51 de esta Ley, con el límite máximo de una anualidad, sin que el salario diario, base del cálculo, pueda exceder del duplo del salario mínimo interprofesional. El importe de la indemnización a los solos efectos de abono por el Fondo de Garantía Salarial, para los casos de despido o extinción de los contratos, conforme al artículo 50 de esta Ley, se calculará sobre la base de veinticico días por año de servicio, con el límite …jado en el párrafo anterior.
3.	En los procedimientos concursales, desde el momento en que se tenga conocimiento de la existencia de créditos laborales o se presuma la posibilidad de su existencia, el Juez, de o…cio o a instancia de parte, citará al Fondo de Garantía Salarial, sin cuyo requisito no asumirá éste las obligaciones señaladas en los números anteriores. El Fondo se personará en el expediente como responsable legal subsidiario del pago de los citados créditos, pudiendo instar lo que a su derecho convenga y sin perjuicio de que, una vez realizado, continue como acreedor en el expediente.
4.	El Fondo asumirá las obligaciones especí…cadas en los números anteriores, previa instrucción de expediente para la comprobación de su procedencia. Para el reembolso de las cantidades satisfechas, el Fondo de Garantía Salarial se subrogará obligatoriamente en los derechos y acciones de los trabajadores conservando el carácter de créditos privilegiados que les con…ere el artículo 32 de esta Ley. Si dichos créditos concurriesen con los que puedan conservar los trabajadores por la parte no satisfecha por el Fondo, unos y otros se abonarán a prorrata de sus respectivos importes.

Cuadro 2 (continuación). El Fondo de Garantía Salarial

Art. 33. Estatuto de los Trabajadores

Real Decreto Legislativo 1/1995 de 24 de marzo

(B.O.E. 29/3/95)

5.	El Fondo de Garantía Salarial se …nanciará con las aportaciones efectuadas por todos los empresarios a que se re…ere el artículo primero, dos de esta Ley, tanto si son públicos como privados. El tipo de cotización se …jará por el Gobierno sobre los salarios que sirvan de base para el cálculo de la cotización para atender las contingencias derivadas de accidentes de trabajo, enfermedad profesional y desempleo en el sistema de la Seguridad Social.
6.	A los efectos de este artículo se entiende que existe insolvencia del empresario cuando, instada la ejecución en la forma establecida por la Ley de Procedimiento Laboral, no se consiga la satisfacción de los créditos laborales. la resolución en que conste la declaración de insolvencia será dictada previa audiencia del Fondo de Garantía Salarial.
7.	El derecho a solicitar del Fondo de Garantía Salarial el pago de las prestaciones que resultan de los números anteriores prescribirá al año de la fecha del acto de conciliación, sentencia o resolución de la Autoridad Laboral en que se reconozca la deuda por salario o se …jen las indemnizaciones. Tal plazo se interrumpirá por el ejercicio de las acciones ejecutivas o de reconocimiento del crédito en procedimiento concursal y por las demás formas legales de interrupción de la preinscripción.
8.	En las empresas de menos de veinticinco trabajadores, el Fondo de Garantía Salarial abonará el 40 por 100 de la indemnización legal que corresponda a los trabajadores cuya relación laboral se haya extinguido como consecuencia del expediente instruido en aplicación del artículo 51 de esta Ley o por la causa prevista en la letra c) del artículo 52. El cálculo del importe de este abono se realizará sobre las indemnizaciones ajustadas a los límites previstos en el número 2 de este artículo.
9.	El Fondo de Garantía Salarial tendrá la consideración de parte en la tramitación de los procedimientos arbitrales, a efectos de asumir las obligaciones previstas en este artículo.

Cuadro 3. El Fondo de Garantía Salarial

Convenios de Recuperación

Año	Importe de los Convenios[a] (Millones de pesetas)	Prestaciones por Insovencia[b] (Millones de pesetas)	Porcentaje
1986	5239.0	48386.8	10.83
1987	3809.4	68218.1	5.58
1988	3640.0	50044.1	7.27
1989	3691.9	41008.7	9.00
1990	2574.2	36796.8	7.00
1991	5479.0	39223.8	13.97
1992	8440.0	46401.4	18.19
1993	16030.7	63183.6	25.37
1994	11039.7	70863.3	15.58
1995	7094.8	69894.5	10.15

Fuente: Boletín de Estadísticas Laborales (Ministerio de trabajo y Asuntos Sociales–1996) y FOGASA, Memoria 1995;

Notas:

[a] FOGASA puede concluir acuerdos de devolución con las empresas para el reintegro de las cantidades adeudadas. En estos convenios se determinan la forma, plazo y garantías de la devolución de las cantidades satisfechas a los trabajadores.

[b] Prestaciones realizadas por el FOGASA cuando la empresa se encuentra en insolvencia, suspensión de pagos, quiebra, fuerza mayor o concurso de acreedores.

Cuadro 4. Comparación internacional de los privilegios salar

	Protección[a]	Preferencia absoluta[b]	Fondo Público[c]	Preferencia del pre
Alemania	Sí	No	Sí	
España	Sí	Sí	Sí	
Estados Unidos	Sí	No	No[¤]	
Francia	Sí	Sí	Sí	
Reino Unido	Sí	No	Sí	

Fuente: Ríos (1984), White (1980), Daübler (1994), Yemin y Bronstein (1991).

Notas:

[a] El crédito salarial tiene algún tipo de tratamiento preferencial con respecto al resto de cr

[b] Al menos una parte del crédito salarial goza de la mayor preferencia.

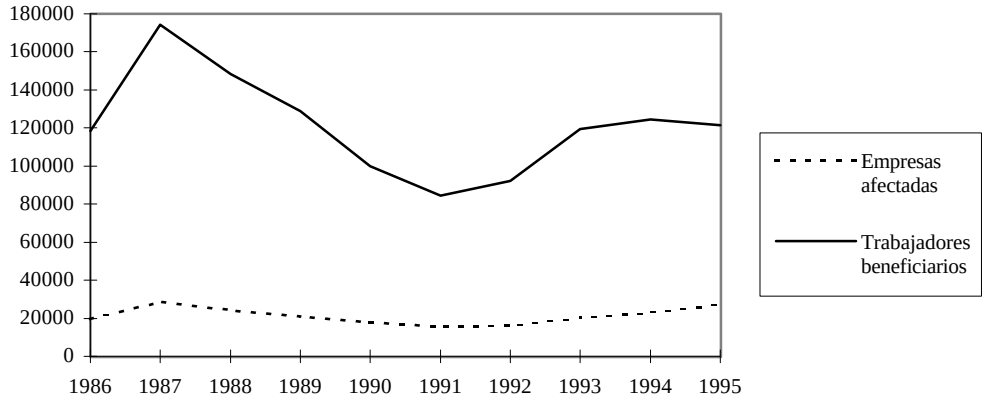
[c] Existencia de un Fondo Público que asegure el cobro de salarios e indemnizaciones.

[d] Preferencia de los créditos del Fondo Público con respecto a los créditos salariales.

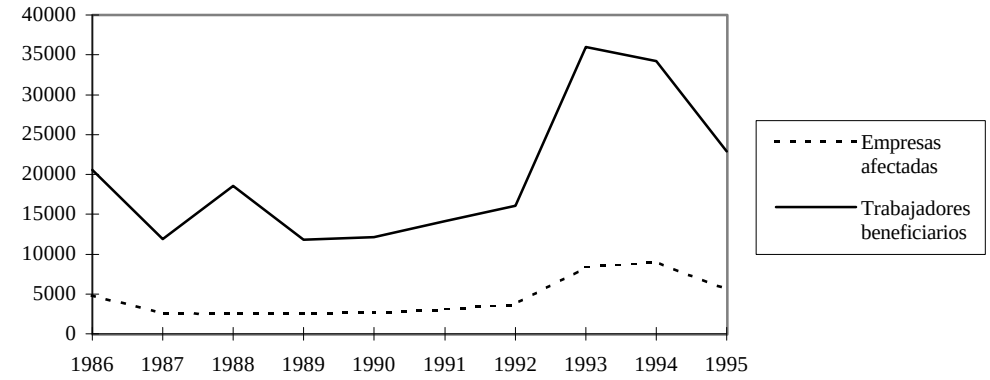
[¤] Salvo en el estado de Oregón.

(n.d.): no disponible.

Prestaciones por Insolvencia



Prestaciones por Regulación



Importe Total

(Millones de pesetas)

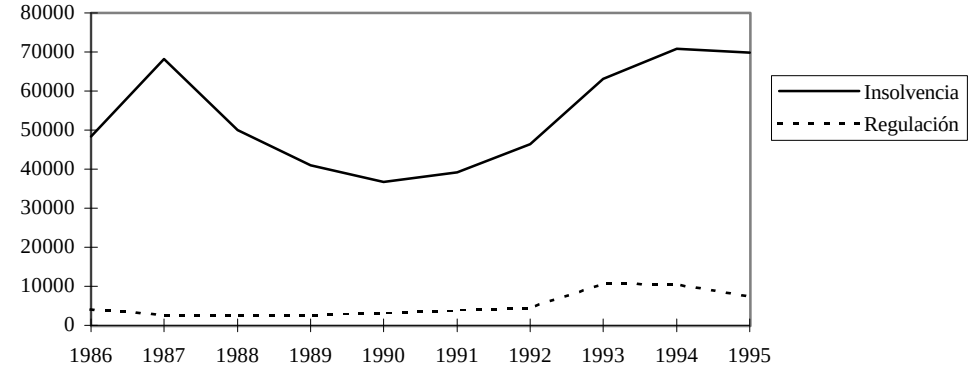


Gráfico 1

Fondo de Garantía Salarial. Principales Magnitudes

Boletín de Estadísticas laborales (1996), Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales