

VIII CONGRESO DE ECONOMÍA AUSTRIACA

Congreso celebrado el 27 y 28 de mayo de 2015 en Madrid.

Realizado en colaboración
con:

**MÁSTER EN ECONOMÍA
DE LA ESCUELA
AUSTRIACA**



© 2015, Instituto Juan de Mariana

ISSN:

Instituto Juan de Mariana

Calle Ángel, 2

28005 Madrid

info@juandemariana.org

CLASIFICACIÓN IBIC: KCA, KCBM, KFFL, KFFN, KNV.

CONFERENCE Classified as E1 DIISR HERDC Proxy: Refereed Conference with papers published in full. Papers peer-reviewed at national or international level

<u>INTRODUCCIÓN</u>	<u>1</u>
<u>MULTISTAGE NEGOTIATIONS AS A WAY TO REDUCE COMPLEXITY</u>	<u>2</u>
<u>EL DINERO COMO ACTIVO FINANCIERO.....</u>	<u>19</u>
<u>DESCALCE DE PLAZOS Y RESERVA FRACCIONARIA DENTRO DE LA TEORÍA AUSTRIACA.....</u>	<u>38</u>
<u>EL PRINCIPIO DE CONSERVACIÓN DE LA EMPRESA INSOLVENTE.....</u>	<u>50</u>

INTRODUCCIÓN

El Instituto Juan de Mariana ha venido organizando su Congreso de Economía Austriaca durante los últimos ocho años. Desde nuestro punto de vista, el Congreso contribuye a impulsar el debate público alrededor de las últimas investigaciones efectuadas por académicos de muy distintas disciplinas pero unidos por el paradigma investigador de la Escuela Austriaca.

En este octavo congreso, acogimos a diez ponentes de entre los cuales hemos seleccionado las siguientes cuatro ponencias: la primera reflexiona sobre los mecanismos de simplificación en la toma de decisiones dentro de entornos inciertos y complejos, los cuales pueden ayudarnos a entender cómo a largo plazo las sociedades terminan renunciando a su libertad aun cuando semejante renuncia resultara inverosímil en procesos negociadores con muy pocas etapas; la segunda analiza el dinero no como un numerario o un bien de consumo, sino como un activo financiero más al cual, en consecuencia, se le puede aplicar la teoría general del valor de los activos financieros; la tercera estudia las semejanzas y paralelismos entre la teoría del descalce de plazos y al teoría de la reserva fraccionaria como explicaciones del ciclo económico; y la cuarta, estudia si existen razones económicas de fondo para justificar todo el arsenal legislativo conducente a privilegiar la supervivencia de la empresa dentro de los procedimientos concursales.

Siguiendo los objetivos de los anteriores y futuros congresos, esperamos que todas estas ponencias arrojen luz tanto para comprender la mejor las interioridades de la teoría económica cuanto, a su vez, la realidad que nos rodea.

Juan Ramón Rallo
Director del Instituto Juan de Mariana
Madrid, 1 de octubre de 2015

MULTISTAGE NEGOTIATIONS AS A WAY TO REDUCE COMPLEXITY

JORGE LÓPEZ-CIFRE

Abstract: Negotiations among humans could reach a highly complex nature because of the multiple options available, feedback and even reverse induction between the negotiators offerings. This threatens to make a normal life activity in an almost intractable problem, especially if the negotiation is time bounded & dealing with uncertainty and incomplete information.

In this conceptual paper we propose a multistage decision making system that could help explain how unconsciously humans reduce the complexity level of some negotiations, simplifying the decision making process by diminishing the number of valid alternatives, or expected results.

This model could help to explain why through repeated negotiations one part could end up giving all his initial position by means of a lamination process, as for example societies where the individuals have gradually renounced to what they may value most (eg. Liberty), but would never have accepted such deal if asked to give it up all at once.

Keywords: Negotiation's Profiling, Negotiation's Sectoring, Negotiation's Strategizing, Negotiation's Bargaining, Fuzzy Behavior

I. INTRODUCTION

When negotiating it could happen that we may be dealing with partial truth, imprecision on the available information or even uncertainty of what will happen next. In these circumstances the consequences of possible actions are not known.

For example imagine that you work in Madrid for company AA and have just been offered a better job position in London by company BB.

But there is a catch, you need to say a definitive yes or no in 24 hours, after that period of time the offer will expire and will be made to another one, losing you the opportunity offered. You are under stress since you have only 24 hours to negotiate the terms of a deal that means renouncing to your present job (which is stable and predictable) in order to accept a new job (which is imprecise, uncertain and fuzzy). It is really a risky decision since you really don't know how trustworthy the promises of company BB are.

Since you don't have complete information at hand, many things could happen and while you try to figure out all the possible outcomes of such a decision and you feel the time passing and how your viable options are becoming less and less numerous, you need to make a decision fast. Although it may seem hard, these kinds of situations are dealt by humans negotiators somehow better than machines with the actual state of art that can compare thousands of variables almost instantaneously.

Somehow humans are dealing with this kind of problem. The first difficulty of solving such a problem could be its nonlinear nature, since when dealing with complex systems is more convenient to use Neural Networks & Fuzzy Logic. These two tools will be key in our study. An explanation of why we must consider human negotiations as complex systems is shown in section 2.

One possible way humans manage to cope with this problem could be using a multistage process for simplifying the negotiation's decision making process, which consists of four steps that will gradually reduce some of the uncertainties of the negotiation, which will be explained in section 3.

A first step would be to make up our mind about how the other negotiating party could behave depending of your own behavior or proposals. This would reduce the number of possible outcomes and simplify the problem at hand. This step is what we will call "profiling" and will be explained in **section 4**.

Once we have profiled the other negotiating party, we could think the best, the worst and the most probable scenario of how the negotiation could end up. This second step would further reduce the possible outcomes that the negotiator now needs to take in account. This step is what we call it "sectorizing" and will be explained in section 5.

When the bargaining arena has been defined, considering what we think are the best and worst possible scenarios, we could be ready to decide a strategy that we think will help us obtain the most favorable outcome. This step is what we call it “strategizing” and will be explained in section 6.

And lastly is the fourth step and most visible one which we call it “bargaining”, in which we are going to interact with the other party, is the fine tuning of the previous decision making process in which details as money, time, terms, etc. are fine tuned, which will be explained in section 7.

II. COMPLEXITY IN NEGOTIATIONS

In the negotiation research bibliography, it's easy to notice that the main approach used in the XX century has been the Reductionist Research Strategy which so far has been very useful to expand our knowledge of how negotiations work. We can hear from an important negotiation researcher the following “I think that we therefore need to control the framing of bargaining experiments very carefully, for the same reason that chemist clean their test tubes”, Binmore (2007)

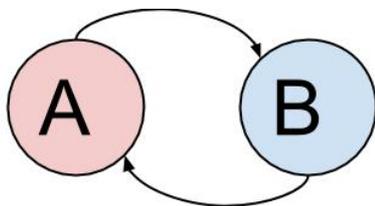


Fig. 1: Reductionist view of a Negotiation

Source: Jorge López-Cifre (2015)

“The vast majority of negotiation studies try to isolate the phenomenon studied from its environment, but as time passes we see that our knowledge of the subsystems accumulates, but not our ability to predict the system's behavior as a whole”, McCown (2001). This may well be a hint that

negotiations should be considered as complex systems. Complexity in this context refers to the nature of the problem, not the degree of difficulty.

In simple systems a single cause implies a single effect, occurring in a closed system maintained by internal forces and not influenced by external forces. The behavior of a closed system is completely explainable from within.

This study has been based on the idea that the negotiation process works as a complex system, and as such the partial knowledge of how the different subsystems parts work in isolation will not be enough to explain the whole. The combined interaction of the different subsystems is the one that as a result produces what is known as emergent phenomena that in the negotiation process field could be what we normally call bargaining power. Emergent properties are defined as “large-scale effects of locally interacting agents that are often surprising and hard to predict even in the case of simple interactions”, Boccara (2004).

Thinking of the negotiation process as a complex system should imply that we could be able to detect at least several of the characteristics of these systems. One of these properties is feedback or circular causality, where A causes B and B causes C and C modifies or causes A. “There is no clear discrimination between causes and effects, since output influences input”, Erdi (2008)

Another property of complex systems is the power law distribution also known as the butterfly effect, “which virtually eliminates our capacity of any simplification of the problem studied, since we have no way to gauging the importance of what we leave out”, Stirzaker et all (2010). “In a non-linear world where we cannot track a clear causal chain, something that may appear to be unimportant now, may turn to be vitally important later”, Stirzaker et all (2010). And this is another characteristic of complex systems, some or all of its subsystems are nonlinear, which means that we cannot use the Law of Superposition that makes possible to add-up linear subsystems to understand how it works as a whole. And last but not least, complex systems have memory which means that the history of the system or one of its subsystems co-determines the future and present states of the system.

We will consider as confirmatory elements that indicate us that we are going on the right track in considering the negotiation process as a complex system, if we can identify the properties of non-linearity, memory, power law distribution and feedback or circular causality.

1. Feedback or Circular Causality on Human Negotiations

“On complex system there is no clear discrimination between causes and effects, since output influences inputs”, Erdi (2008). We can see this when circular thinking takes place with recursive thinking like the following: In this negotiation I think that you think, that I am thinking that you will think something very specific if I release some information.

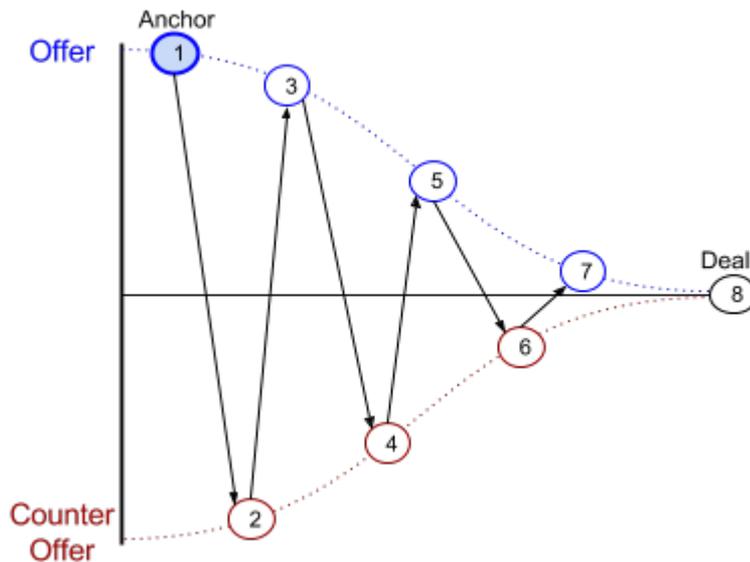


Fig. 2: Anchoring and feedback in negotiations

Source: Jorge López-Cifre (2015)

One of the first problems that any negotiator faces when planning how to start a negotiation, is to get a clear understanding of the value of the issues in dispute. “When people attempt to estimate a magnitude that is uncertain or unknown, they rely on a process called anchoring”, White & Sebenius (1997). “To generate an estimate of the unknown value,

one begins by anchoring on a salient available point and continues by making adjustments away from that anchor”. Northcraft & Neale (1987).

Other example of feedback in the negotiations is the “Silent out-guessing problem, where the first negotiator’s choice of probabilities is based on guesses about the probable choices of others, whose choice in turn is dependent on guesses about the probable choices of the first, and so on”, Faratin et al. (2002).

2. Memory on Human Negotiations

To say that humans have memory may seem obvious, so negotiations done by humans could also have this property. But we also see the memory property in a characteristic that some negotiations show that is called Hysteresis. Past experiences modify the present and future negotiators expectations and behavior.

3. Nonlinear behavior & Power Law distribution on Human Negotiations

Deadlines is a source of nonlinearities in the negotiation process & by power law distribution we refer to those tiny issues that could lead to a major long term variations in a Negotiated deal.

4. Preferred tools to work with Nonlinear Humans Negotiations

We will prefer to use of Fuzzy Logic and Neural Networks over Crisp Logic and Statistics, since the first two will help us to deal with the nonlinearities and ambiguities of the negotiation process.

“One of the biggest advantages of Neural Networks is their suitability to handle incomplete, missing or noisy data, being a nonparametric method not requiring any a priori assumptions about the distribution or mapping of the data and their demonstrated capability to map any complex non-linearity”, Vellido (1999).

“Learning and generalization are amongst the most useful attributes of neural networks. Training sets are presented to the neural network for learning. Usually patterns in the training sets are not random but exhibit some statistical regularity. These regularities are what make generalization possible”, Widrow (1990).

Thanks to the generalization property of the neural networks we will be able to predict with certain accuracy the result of a standardized negotiation.

III. FOUR STEP NEGOTIATION PROCESS

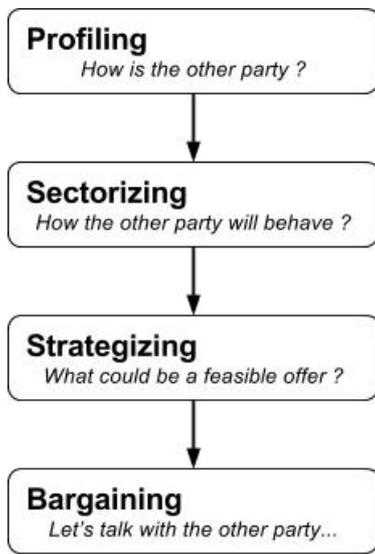


Fig. 3: Four steps negotiation process

Source: Jorge López-Cifre (2015)

Here we propose a process that may be happening in human negotiations to reduce its complexity level. The first three steps normally could be occurring without any interaction happening with the opposite party, while the fourth step is the one where we interact with the opposite party, so this one is the most visible step of this four step process, and is what normally is perceived as a negotiation between two parties.

When there are group negotiations (eg. Several negotiators defending one interest, like labor union negotiations) the first three steps become visible.

Since the group needs to verbalize the thought process in order to decide which will be the best negotiation strategy, we will see in this agreement process the profiling, sectorizing and strategizing steps.

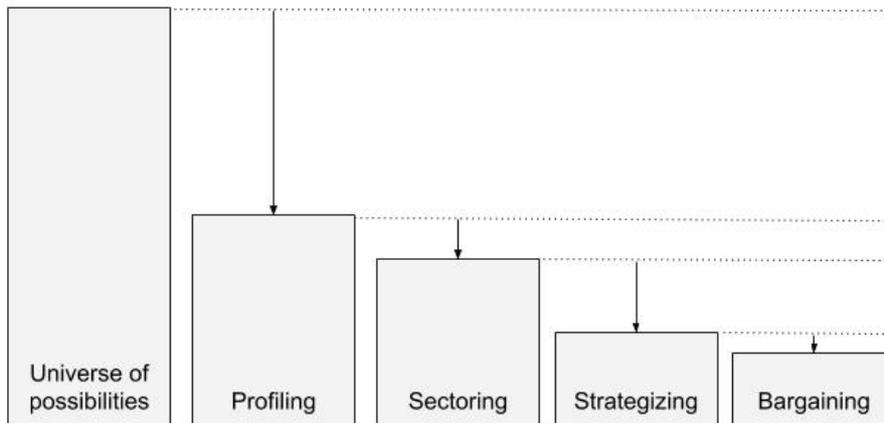


Fig. 4: Possibilities reduction process (concept without scale)

Source: Jorge López-Cifre (2015)

IV. NEGOTIATION'S PROFILING (STEP # 1)

Imagine that you meet for the first time with a person with which you need to arrive to a deal. One of the first things you could do is to try to know how this person will behave. This is an issue of the uppermost importance, since his behavior will be the one that will determine how the negotiation could evolve and how firm could be the final agreement.

Several questions could rise when trying to profile the other negotiator. Is he a hard or soft bargainer? Is he flexible or inflexible? Does he needs to close the deal more than you do, or vice versa? Can you trust his word or do you need extra securities?

Normally in most real world negotiations we are time constrained so we may need shortcuts or heuristic ways to profile the person with which we have to negotiate, some or most of this information could come from past experiences, contextual information and even from plain prejudices based on age, gender, profession, status, nationality, race, religion, language, etc.

This first step called profiling will help you address the question of what the other negotiator may value in its many dimensions: personal values, cultural values, company values, religious values, age values, etc. Having a first approximate idea of the other negotiators values will help us define his Fuzzy Profile and Fuzzy Behavior. Here we mean by Fuzziness "a type of imprecision which is associated with fuzzy sets, that is classes in which there is no sharp transition from membership to non-membership", Bellman & Zadeh (1971).

1. Simplifying with Fuzzy Profiles

Defining how someone else is can be a very risky business. The truth is that this profile will be approximate, based on what we know, on what we think we know, on biases and even on mistaken information. By Fuzzy Logic we mean "an algebra based on fuzzy sets and provides reasoning mechanisms that are approximate rather than precise, it deals with ambiguous information", Kolomvastos et al. (2008)

So the profile we create will be a Fuzzy Profile, defining it as a Fuzzy Set that describes how the opposite negotiation party is seen by its adversary.

Let $X=\{x\}$ denote a collection of objects (points) denoted generically by x . Then a fuzzy set A in X is a set of ordered pairs where $\mu_A(x)$ is termed the grade of membership of x in A , and $\mu_A : X \rightarrow M$ is a function from X to a space M called the membership space.

$$A = \{(x, \mu_A(x))\}, \quad x \in X \quad \text{Bellman \& Zadeh (1971)}$$

The relative importance that an agent assigns to each issue under negotiation is the grade of membership to the Fuzzy Set, which we will represent it in the range $[0,1]$ meaning 0 no membership and 1 full membership, and intermediate values partial membership.

Here are some Fuzzy Profiles as an example:

Fred the Vegetarian =

{[Meat,0] [Milk,0.7] [Rice,0.9] [Mushrooms,1]}

Mary the Vegan =

{[Meat,0] [Milk,0] [Rice,1] [Mushrooms,0.8]}

George the Omnivore =

{[Meat,1] [Milk,0.8] [Rice,0.7] [Mushrooms,0.9]}

This is how one party could think the other's values are (even though he may be mistaken). It is important to realize that this profile explains how the other negotiating party is perceived.

V. NEGOTIATION'S SECTORIZING (STEP # 2)

Once we have created a Fuzzy Profile of the other Negotiating Party, we can start to try to understand his possible behavior in a negotiation process. In this second step that we will call it "Sectorizing", here we are going to create a Fuzzy Behavior Graph (FBG) that will help us understand what we may expect from the opposite party during and after the negotiation process. This step will help us visualize an approximate idea of the best and worst possible scenarios, and maybe even the most possible scenario. Knowing this we can have a sharper idea of the possible and the impossible outcomes, which will reduce the

possibilities and the complexity of the problem simplifying the negotiation.

Sectorizing with Fuzzy Behavior

When we talk of Fuzzy Behavior we mean an approximate idea of what the others party behavior could be. Even though it may be based on inaccurate information it can show us a good picture of the structure of the negotiation.

VI. NEGOTIATION'S STRATEGIZING (STEP # 3)

“Much of the decision making on the real world takes place in an environment in which the goals, the constraints and the consequences of possible actions are not known precisely”, Bellman & Zadeh (1970)

Once we figure out what we may expect from the other party's behavior, we will weigh our values in order to prioritize some values over the rest. This will let us find possible tradeoffs between what we value and the other party's demands. Here is when we make up our mind on things that are really important for us. The key question is... what do I value more? A very interesting work on the field of tradeoffs in negotiation was done by Luo et al. (2003)

Costs vs Goals

We mean by cost in a negotiation something we are willing to sacrifice in order to obtain or keep something else that we may call it our goal. This is what we call it a tradeoff.

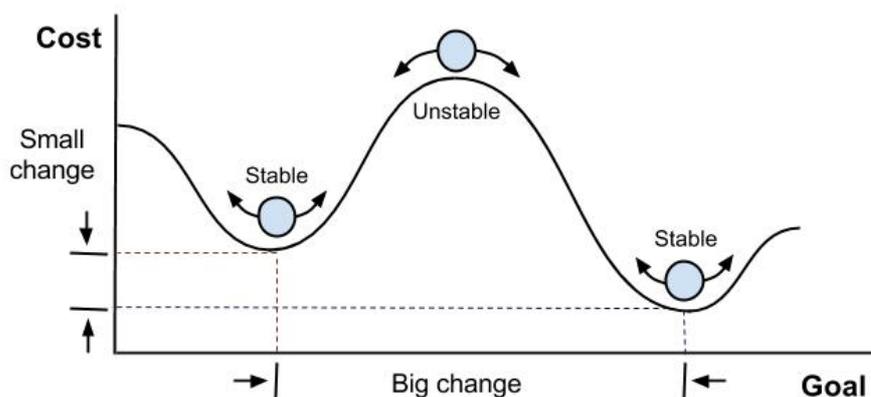


Fig. 5: “Cost values” vs “Goal values” tradeoff

Source: Jorge López-Cifre (2015)

Normally costs and goals are things we value. Normally trading a small loss in cost for a bigger gain in one of our goals seems to make sense (but not always).

Depending on the negotiation different values will be at stake. Examples of value tradeoffs could be:

[Cost value] vs [Goal value]

[Be seen as a good person] vs [Obtaining the maximum profit possible]

[Living near the workplace] vs [Earning a big salary]

[My long term personal liberty] vs [My short term security]

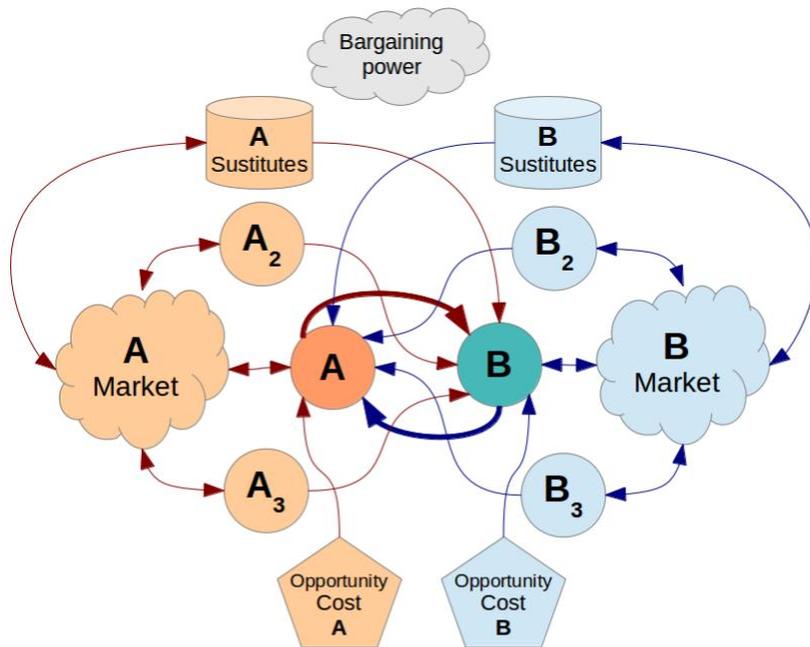
[My moral principles] vs [My status, power, wealth]

[Having time to share with my family] vs [Becoming richer]

[Favouring my family, clan, country] vs [Doing what is right]

VII. NEGOTIATION'S BARGAINING (STEP # 4)

This is the step when we make an offer to the other party, this is the more complex part of the negotiation even though it has been already reduced the number of available options in the three previous steps (profiling, sectorizing, strategizing).



In Fig. 6 we can observe that many issues could influence the Bargaining step, having to take in account emerging phenomena as the market or the bargaining power. This step can be considered as a complex system per se.

Fig. 6: A negotiation seen as a Complex System

Source: Jorge López-Cifre (2015)

VIII. EXAMPLE OF THE FOUR STEPS PROCESS

In order to visualize the four step process, we can use the hypothetical case of an Anarchist who is planning to negotiate with a Communist. This is an easy case since both are very different and their behavior possibly will be very different too.

The Anarchist would prefer to live in a world with no government (no hierarchies) but knows that the point of view of the Communist is completely antagonistic since he wants a very big government that controls all the aspects of the society.

The Anarchist thinks that the Communist will not be happy with his proposals, and this is a problem because Communists believe in the “communist revolution” as a means to reach their objectives. For the Communists the initiation of force can be justified, while the Anarchists hold the “non-initiation of force” principle and only could use force for defensive reasons. This gives a negotiating advantage to the communists over the Anarchists since they can use the violence as a way to negotiate

concessions repeatedly with the Anarchist, especially if they are willing to give up concessions in order to maintain a short term peace.

1. Negotiation's Profiling

The Fuzzy profile of Anarchists and that of Communists clearly shows the problem at hand.

This is how one party could think the other values are (even though he may be mistaken).

Communist = {[State,1] [Equality,1] [Property,0] [Liberty,0] [Initiation of Force,1]}

Anarchist = {[State,0] [Equality,0] [Property,1] [Liberty,1] [Initiation of Force,0]}

2. Negotiation's Sectoring

Let's consider how the Anarchist could consider the Communist behavior in relation to his liberty expectations. The anarchist values are not acceptable for the communist, and the communist values are not acceptable for the anarchist, so it could be puzzling how to start a negotiation.

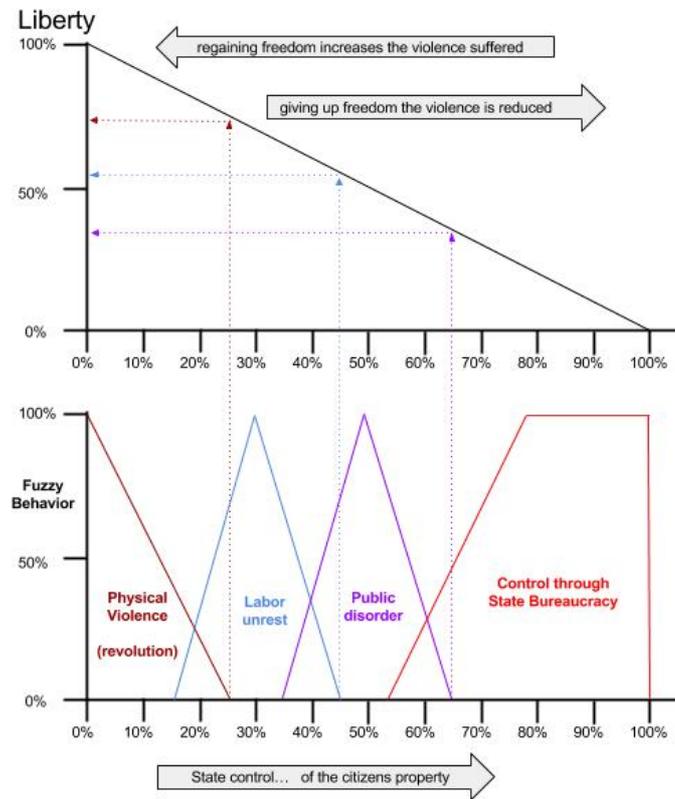


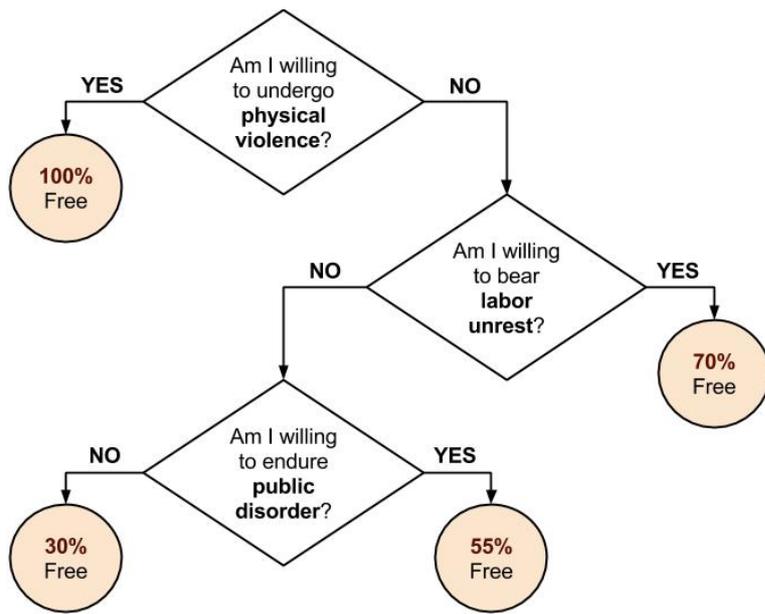
Fig. 7: Sectoring fuzzy behavior to negotiation position

Source: Jorge López-Cifre (2015)

In this Fuzzy Behavior Graph we can easily see that a small reduction in liberty will have a big impact in the level of violence suffered. This could be made possible through a process of multiple negotiations that one party would end up taking most of the liberty to the opposite party through a process of lamination (Reducing the liberty one small bit at a time)

3. Negotiation's Strategizing

Here is when the Anarchist is going to trade some of his values to gain or keep others, he is going to ask himself: What do I value more? In the following decision tree we can see depending on his priorities where the Anarchist is going to start his negotiation with the Communist.



His first offer will be to be 100% or 75% or 55% or 30% free? The starting point will have consequences and the Anarchist knows it! Normally the decision will be greatly influenced by his life priorities. Do you have children to protect? Are you afraid? Are you interested is short or long term consequences?

Fig. 8: Strategizing decision tree
 Source: Jorge López-Cifre (2015)

4. Negotiation's Bargaining

This is the last step in the negotiation and by far the more difficult to predict, since here is where the negotiator starts to interact with the other negotiator, so the process becomes a complex system (see Fig. 6).

IX. FUTURE WORKS

Actually we are working in improving our knowledge of the **strategizing step** by predicting the outcome of a very simple decision tree with just two outcomes. This is done with a Perceptron Neural Network trained by back-propagation.

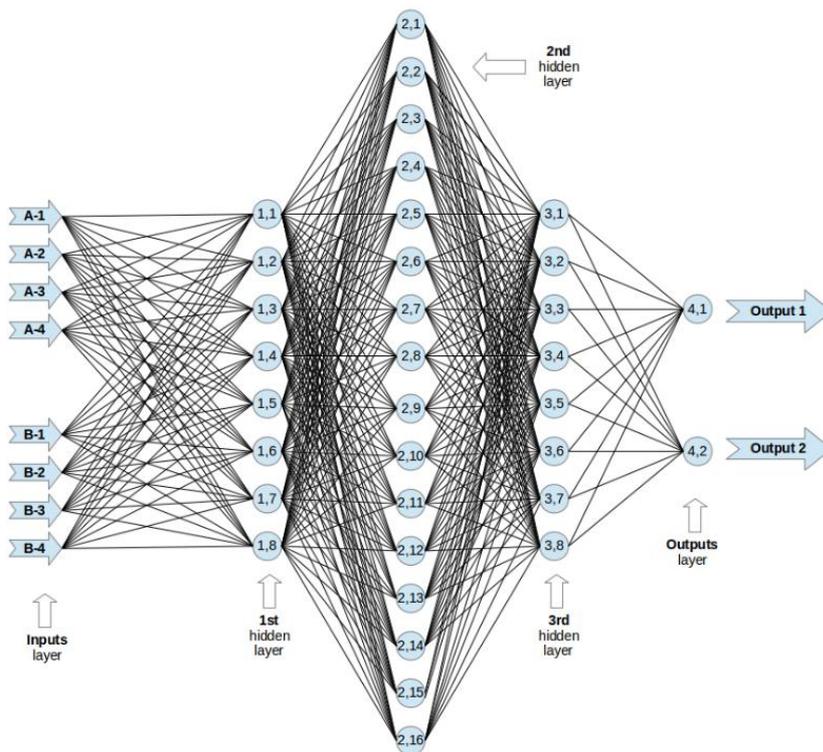


Fig. 9: Backpropagation Perceptron Neural Network

Source: Jorge López-Cifre (2015)

So far we have achieved that the Neural Network could produce a firm prediction in the 58% of the cases, and of which 73% of the predictions were correct!

A complete description of this experiment will be published in a future paper.

This paper shows some of the results of a doctorate research program done in the UCJC (Universidad Camilo José Cela) by Jorge López-Cifre under the supervision of D. Erika López-Quesada.

BIBLIOGRAPHY

BELLMAN, R. E., y ZADEH, L. A. (1970): «Decision-making in a fuzzy environment», *Management science*, 17(4), B-141.

BINMORE, K. G. (2007): *Does game theory work? The bargaining challenge*, The MIT Press.

BOCCARA, N. (2004): *Modeling complex systems* (Vol. 1), New York, Springer.

COEHOORN, R. M., y JENNINGS, N. R. (2004): «Learning on opponent's preferences to make effective multi-issue negotiation trade-

offs», *In Proceedings of the 6th international conference on Electronic commerce* (pp. 59-68), ACM.

ÉRDI, P. (2007): *Complexity explained*, Springer.

FARATIN, P., SIERRA, C. y JENNINGS, N. R. (2002): «Using similarity criteria to make issue trade-offs in automated negotiations», *Artificial Intelligence*, 142(2), 205-237.

KOLOMVATSOS, K., ANAGNOSTOPOULOS, C. y HADJIEFTHYMIADES, S. (2008): «On the use of fuzzy logic in a seller bargaining game», *In Computer Software and Applications, COMPSAC'08, 32nd Annual IEEE International* (pp. 184-191), IEEE.

LUO, X., JENNINGS, N. R., SHADBOLT, N., LEUNG, H. F. y LEE, J. H. M. (2003): «A fuzzy constraint based model for bilateral, multi-issue negotiations in semi-competitive environments», *Artificial Intelligence*, 148(1), 53-102.

MCCOWN, R. L. (2001): «Learning to bridge the gap between science - based decision support and the practice of farming: evolution in paradigms of model based research and intervention from design to dialogue», *Crop and Pasture Science*, 52(5), 549-572.

NORTHCRAFT, G. B. y NEALE, M. A. (1987): «Experts, amateurs, and real estate: An anchoring and adjustment perspective on property pricing decisions», *Organizational behavior and human decision processes*, 39(1), 84-97.

STIRZAKER, R., BIGGS, H., ROUX, D. y CILLIERS, P. (2010): «Requisite simplicities to help negotiate complex problems», *Ambio*, 39(8), 600-607.

VELLIDO, A., LISBOA, P. J. y VAUGHAN, J. (1999): «Neural networks in business: a survey of applications (1992-1998)», *Expert Systems with Applications*, 17(1), 51-70.

WHYTE, G. y SEBENIUS, J. K. (1997): «The effect of multiple anchors on anchoring in individual and group judgment», *Organizational behavior and human decision processes*, 69(1), 74-85.

WIDROW, B. y LEHR, M. A. (1990): «30 years of adaptive neural networks: Perceptron, madaline, and backpropagation», *Proceedings of the IEEE*, 78(9), 1415-1442.

EL DINERO COMO ACTIVO FINANCIERO

RAFAEL GARCÍA IBORRA

Resumen: El estudio del dinero es uno de los temas más recurrentes en el campo económico, especialmente en la escuela austriaca de economía que, a partir de Menger, ha analizado cómo surge el dinero y los efectos descoordinadores que aparecen cuando se altera dicho proceso, a través de la teoría del ciclo. El objetivo del presente trabajo es estudiar el dinero desde la perspectiva de los activos financieros. Debido a su función de depósito de valor, el dinero puede ser considerado como un activo financiero y, por ello, aplicarle el análisis sobre el valor y la liquidez de los activos financieros.

I. LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Varian (1998: 203) propone la siguiente definición: “los *activos* son bienes que generan un flujo de servicios a lo largo del tiempo. Los activos que dan lugar a flujos de dinero se llaman *activos financieros*” (énfasis en el original). La diferencia entre un activo financiero y uno no financiero se reduce progresivamente cuanto más se extiende el uso del dinero, así, en una economía moderna donde la mayor parte de la producción se realiza para su posterior venta, aunque los flujos que genere el activo no sean monetarios, sí serán fácilmente convertibles en dinero. De la definición cabe destacar dos puntos, primero que los activos son bienes que generan un flujo de servicios y segundo que lo hacen *a lo largo del tiempo*.

La razón de ser de los activos es la de permitir satisfacer necesidades futuras a partir del presente. Para ello es necesario ahorrar, es decir, restringir consumo presente para poder realizarlo en el futuro. No obstante, los bienes ahorrados no tienen por qué coincidir con los bienes que se estima que serán demandados para alcanzar los fines en el futuro, especialmente en economías con una alta división del trabajo. Además, tampoco podemos saber cuáles serán las necesidades específicas que buscaremos satisfacer ni cuándo surgirán. Por tanto, los activos financieros son todos aquellos bienes que subjetivamente consideramos que nos permiten *trasladar* riqueza en el tiempo.

No quiere decirse con esto que el objetivo sea mantener una *determinada* cantidad de riqueza en el tiempo –algo que no es posible-, sino obtener hoy los bienes que creemos más nos ayudaran a alcanzar nuestros fines futuros. La razón es que al referirse a un proceso a lo largo del tiempo, se trata de un proceso *incierto* en el que no es posible realizar predicciones sobre el futuro, sino tan sólo especulaciones y, por lo tanto, en el que el error es posible¹. Por la misma razón, la corriente de bienes y servicios que representan los activos financieros no puede ser considerada como un elemento cierto sino sujeto a la incertidumbre.

1. El valor de los activos financieros

Los individuos valoran los bienes en función de los fines que crean que pueden alcanzar con ellos. De este modo, los fines son organizados jerárquicamente y los bienes –incluyendo los activos- son valorados según la importancia relativa de los fines que permiten alcanzar. El valor de los bienes de consumo vendrá dado por la importancia de los fines que permiten alcanzar, el de los activos financieros proviene de la corriente *futura e incierta* de bienes a los que dan derecho y que, en última instancia, se transformarán en bienes de consumo. Por lo tanto, el valor de los activos provendrá de la expectativa del valor de la corriente futura de bienes a los que dan derecho y la preferencia temporal de cada individuo. Así, es el activo financiero el que genera el flujo de bienes, pero es el *valor* esperado de dicho flujo, el que determina el *valor* del activo. Podemos descomponer el valor de un activo financiero en tres factores fundamentales pero no observables²:

$$\sum_{i=1}^k \frac{E_n(FC_{j,i})}{FD_{n,i}[PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]} \rightarrow V_{j,n}$$

Donde

$E_n(FC_{j,i})$ → Expectativa *subjetiva* del individuo n sobre el flujo de caja monetario futuro neto del activo j en el período i .

¹ Véase García Iborra (2015) para un desarrollo de por qué no es posible realizar predicciones científicas sobre este tipo de procesos.

² En García Iborra (2014) se exponen las razones por las que las tres variables son elementos subjetivos y no observables.

$k \rightarrow$ Número de períodos para los que el activo j presenta flujos de caja. Puede ser predeterminado o no, en ambos casos es incierto.

$FD_{n,i} [PT_{n,i} + E(PA_{n,i})] \rightarrow$ Factor de descuento de n sobre $E(FC_i)$ para el período i que depende de:

$PT_{n,i} \rightarrow$ Preferencia temporal del individuo n para el período i

$E(PA_{n,i}) \rightarrow$ Expectativa del poder adquisitivo del dinero del individuo n para el período i

Si hemos usado el símbolo " \rightarrow " y no el de igualdad "=", es para recalcar la dirección de la *causalidad* desde el valor del flujo de bienes futuros - actualizados por el factor de descuento- hasta el valor asignado al activo financiero.

El valor de una cantidad de dinero d también se puede describir usando la fórmula anteriormente expuesta.

$$\sum_{i=1}^k \frac{d_i}{FD_{n,i} [PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]} \rightarrow V_{d,n}$$

En este caso, el flujo de caja futuro es la misma cantidad de dinero d^3 que el individuo tendrá a su disposición los distintos períodos futuros i para su intercambio. La principal diferencia en el caso del dinero respecto al resto de activos es que el individuo elige cuándo intercambiará el dinero por un bien de consumo o por otro activo financiero. Mediante el atesoramiento de dinero, los agentes obtienen la opción de intercambiar el dinero en el momento que decidan. El valor *presente* de una cantidad de dinero proviene de la expectativa de su poder adquisitivo *futuro* y la preferencia temporal⁴.

³ Por simplicidad asumimos que no hay riesgo de pérdida o robo del dinero. No obstante, estas posibilidades se pueden incluir fácilmente usando la expresión $E(d_{i,n})$ sin alterar el razonamiento.

⁴ "El valor de uso subjetivo del dinero, que coincide con su valor subjetivo de intercambio, no es más que el valor de uso anticipado de las cosas que se van a comprar con él" Mises ([1912] 1981: 130).

2. La expectativa del poder adquisitivo del dinero y los índices de precios

El dinero, salvo determinadas situaciones como el coleccionismo, funciona como un paso intermedio en la obtención de los bienes de consumo deseados. Por lo tanto, el objetivo no es obtener una determinada cantidad de dinero en el futuro sino los bienes de consumo que nos permita obtener. Dicho de otra forma, lo relevante es el *poder adquisitivo*.

El poder adquisitivo del dinero –su valor– es un concepto no cuantificable ya que es subjetivo y no observable –como el valor de cualquier otro bien– mediante un índice de precios y ello por las siguientes razones:

En primer lugar, cuando un ahorrador está decidiendo entre diferentes opciones de inversión, sólo está preocupado por satisfacer aquellas necesidades relevantes *para él*⁵. No existe razón alguna para que éstas deban coincidir *necesariamente* con la ponderación determinada que un índice de precios en particular está asumiendo ni tampoco es posible asumir una ponderación fija ya que los fines últimos de los agentes cambian a lo largo del tiempo. Por ello, la misma variación en el precio de una serie de bienes durante un período determinado puede suponer distintas variaciones en el poder adquisitivo del dinero para dos personas diferentes, es más, si afirmamos que los gustos y necesidades varían de persona a persona éste *debe* ser el caso.

La segunda razón es que lo relevante no es el poder adquisitivo actual del dinero sino el correspondiente al momento en el que se vayan a recibir los flujos monetarios del activo financiero. La incapacidad de realizar predicciones científicas sobre variables económicas, impide conocer con antelación, no sólo los distintos precios de cada uno de los bienes y activos en el futuro, sino incluso cuáles serán los bienes que un individuo deseará en ese momento⁶.

⁵ “Aún más, tiene en cuenta la importancia relativa de estos factores *según le afectan a él*, y no su importancia relativa en las medias elaboradas por el estadístico, medias que pueden dar más importancia a una mercancía o trabajo en particular cuyas fluctuaciones no tienen interés para él” Fisher (1907: 258) sobre el poder adquisitivo del dinero desde el punto de vista de un individuo. Énfasis mío.

⁶ También deberíamos tener en cuenta los cambios en la calidad de los bienes y la aparición de nuevos bienes en el futuro que son inexistentes en el momento actual.

3. El precio de los activos financieros

Los individuos intercambian bienes que previamente poseen para poder satisfacer la mayor cantidad posible de los fines que subjetivamente consideran como más valiosos. Un precio no es más que una relación de intercambio entre dos bienes, el precio monetario de un bien es la cantidad de dinero por la que se puede intercambiar una unidad de dicho bien. En una economía con una alta división del trabajo, la mayor parte de los intercambios se realizan por dinero, que más adelante se intercambiará por otro bien y, por lo tanto, serán los precios monetarios los que se tengan en cuenta a la hora de realizar intercambios.

En un intercambio en el que aparece el dinero, el comprador es la parte que entrega una cantidad de dinero para recibir una cantidad de un bien –o bienes- y el vendedor aquél que entrega el bien para recibir el dinero. Puesto que sólo nos referimos a intercambios voluntarios, se deduce que el comprador valora *más el bien que el dinero entregado* y que el vendedor valora *más el dinero que el bien* objeto de intercambio. Que una cantidad determinada de un bien se intercambie por una cantidad determinada de dinero *no significa que su valor sea equivalente* (Menger ([1871] 2007: 192-194)). Mediante el intercambio, ambos agentes obtienen medios más valiosos para cada uno de los que entregan.

Para que se dé un intercambio es necesario, en primer lugar, que los individuos posean el activo financiero en cuestión, algo que sólo puede ocurrir si previamente han ahorrado⁷. A partir de ese momento, podemos decir que un individuo n estará dispuesto a pagar un precio P_j , consistente en una cantidad de dinero d , por el activo j , cuando valore más la expectativa subjetiva del valor *presente* de la corriente de bienes a los que da derecho j –el valor asignado al activo j - que la corriente de bienes que prevea obtener con P_j unidades de dinero –valor asignado al dinero-. Para este individuo en particular, lo anteriormente dicho se podría expresar de la siguiente forma, transformando la corriente futura de bienes en dinero:

$$V_{j,n} > V_{d,n}$$

donde $d=P_j$

O, expresado de otra forma:

⁷ En caso de compras o ventas a crédito, es el agente que concede el préstamo el que ha ahorrado.

$$\sum_{i=1}^k \frac{E_n(FC_{j,i})}{FD_{n,i}[PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]} \rightarrow V_{j,n} > V_{d,n} \leftarrow \sum_{i=1}^k \frac{d_i}{FD_{n,i}[PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]}$$

Para que el intercambio tenga lugar es necesario que exista otro individuo m que tenga las valoraciones opuestas, es decir, que prefiera la cantidad de dinero d , P_j , sobre la posesión del activo j . Dicho de otro modo, para el que:

$$V_{j,m} < V_{d,m}$$

Y por lo tanto:

$$\sum_{i=1}^k \frac{E_m(FC_{j,i})}{FD_{n,i}[PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]} \rightarrow V_{j,m} < V_{d,m} \leftarrow \sum_{i=1}^k \frac{d_i}{FD_{n,i}[PT_{n,i} + E(PA_{n,i})]}$$

El precio que un individuo está dispuesta a pagar (ofrecer) por un activo financiero, en un momento determinado, sólo refleja el hecho de que, en ese preciso instante, valora más (menos) el flujo de caja que espera recibir con el activo financiero que el que cree que obtendrá manteniendo (obteniendo) la cantidad de dinero correspondiente al precio. Expresado de otra forma, el precio surge por la comparación de la diferente valoración subjetiva *entre dos activos financieros*, uno de ellos el dinero, que varios individuos han acumulado previamente mediante el ahorro. Si nos referimos a bienes de consumo, el precio refleja la comparación entre las diferentes valoraciones subjetivas de un activo financiero y un bien de consumo.

4. La liquidez y los activos financieros

La relación entre liquidez y dinero es muy estrecha, arranca en Menger ([1892] 2009) buscando comprender el proceso por el que un bien se convierte en dinero y llega hasta Antal Fekete (1996), para el que la liquidez de un bien depende de los cambios en la utilidad marginal que genera ante el aumento del número de unidades en venta. Aquel bien cuya utilidad marginal desciende más lentamente será elegido como dinero.

Esto permite que el bien cuya utilidad marginal disminuya más lentamente pueda ser ventajosamente utilizado. Primero como medio de intercambio, puesto que es ampliamente aceptado con un coste reducido, y, también, como depósito de valor, ya que es menos probable que su valor sufra grandes alteraciones en el tiempo. Por último, la mayor

estabilidad de su valor *–que no constancia–* también lo convertirá en una apropiada unidad de cuenta, al permitir una buena comparación del valor de dos o más bienes diferentes o en distintos momentos. Por tanto, la liquidez proviene de la estabilidad del valor de un bien, que está determinada por cómo se reduce su utilidad al aumentar el número de unidades.

A partir de la liquidez del dinero es posible comprender la liquidez de los activos financieros. Como se desarrolló en García Iborra (2014), al ser los activos financieros corrientes futuras de dinero, su liquidez depende de los flujos de caja futuros a los que dan derecho, *cuanto más ciertos y cercanos en el tiempo sean, más líquidos serán*. Por ello es importante distinguir entre la liquidez, determinada por los flujos financieros, y la negociabilidad, determinada por los precios de compra y venta para un activo que pueden variar considerablemente pero que en última instancia dependen también de los flujos futuros.

Por último, la liquidez de los agentes viene determinada por la liquidez de sus activos y pasivos. Así, un agente será más líquido cuanto más líquidos sean sus activos en relación a sus pasivos siendo los factores relevantes: la composición de su activo, la de su pasivo y la estructura financiera, es decir la relación entre su activo y su pasivo, en especial los descalces de plazo y riesgos que haya entre ambos.

II. EL DINERO Y LOS SUSTITUTOS MONETARIOS

El dinero es, por tanto, el bien más líquido de una economía, aquel para el que la utilidad marginal decrece más lentamente. Esto es lo que hace que cumpla, mejor que el resto de bienes, las tres funciones principales⁸:

a) Medio de intercambio: “Disponer de un medio de cambio generalmente aceptado permite solucionar el problema de la descoordinación espacial: ya no es necesario encontrar a un individuo que tenga lo que yo quiero y que quiera lo que yo tengo, sino que, dado que todo el mundo acepta en cualquier cantidad y sin variar su precio un determinado bien líquido, basta con que cada agente se dedique a adquirirlo para posteriormente intercambiarlo en el mercado con otra

⁸ Autores como Anderson ([1917] 1999: 418) o Cowen y Kroszner (1994: 9) distinguen más funciones del dinero. No obstante, creemos que las tres expuestas aquí cubren las que distinguen al dinero del resto de activos.

persona que lo demandará precisamente porque sabe que podrá endosárselo a su vez a otras personas.”⁹

De esta forma, el dinero permite incrementar la división del trabajo entre los diferentes individuos que interactúan en sociedad.

b) Unidad de cuenta: adoptando el dinero como unidad de cuenta, es decir, utilizando los precios *monetarios* del resto de bienes para calcular los ingresos y costes de cualquier actividad económica, es posible extender el cálculo económico -y la asignación de recursos que le sigue- a actividades económicas complejas. El valor más estable del bien empleado como dinero hará que sea más fácil calcular las diferencias entre los valores del *resto* de bienes mediante el sistema de pérdidas y ganancias¹⁰.

Una consecuencia de la adopción de un bien como unidad de cuenta es que éste dejará de tener dos precios monetarios -*bid* y *offer*- ya que, por definición, el precio de bien en relación a sí mismo es igual a uno.

c) Depósito de valor: Puesto que la acción humana se desarrolla en el tiempo, no todos los intercambios se producen de manera inmediata sino en distintos momentos. Al ser el bien elegido como dinero el más líquido, implica que su valor será el que menos sujeto esté a cambios y, por tanto, permitirá a los agentes atesorar riqueza para afrontar la incertidumbre sobre el futuro. *Esta es la función que convierte al dinero en activo financiero* ya que, como afirma Rallo (2011: 27), “el depósito de valor posibilita que el agente se garantice en el presente que será capaz de satisfacer las necesidades que pueda tener en el futuro, evitándole el esfuerzo de acaparar hoy los medios concretos que crea que va a necesitar mañana.”

Como se dijo, para Menger ([1892] 2009), la liquidez es la propiedad más importante del dinero ya que permite (1) que el bien sea aceptado por un mayor de agentes como medio de intercambio, (2) que las fluctuaciones de su valor sean mínimas comparadas con el resto de los bienes de forma

⁹ Rallo (2011: 26).

¹⁰ Otro de los efectos de adoptar una unidad de cuenta es aumentar las posibilidades de trueque, Anderson ([1917] 1999: 420).

que sea una adecuada unidad de cuenta¹¹ y, (3) que sea un buen depósito de valor al afrontar un futuro incierto.

El correcto funcionamiento de una economía depende de que el bien o bienes elegidos para realizar estas tres funciones sean los más adecuados, de manera que permitan a los agentes ampliar el rango de fines subjetivamente elegidos que puedan alcanzar.

1. El proceso de monetización y desmonetización de los bienes - “la calidad” del dinero

Puesto que una alta liquidez es una condición necesaria para que un bien sea escogido como dinero, sólo aquellos bienes para los que las valoraciones de las agentes sean estables pueden ser elegidos para realizar sus funciones. La monetización, el proceso por el que un bien empieza a realizar en mayor grado dichas funciones, supondrá una demanda *adicional* de dicho bien que le aportará una mayor liquidez. Por el contrario, la desmonetización supondrá un descenso en la demanda de dicho bien, lo que redundará en una menor liquidez.

Dado que una de las funciones del dinero es la del depósito de valor, una de las cualidades del bien o bienes elegidos deberá consistir en ser un *activo financiero líquido*. Activo financiero puesto que su misión será la de trasladar riqueza en el tiempo y líquido porque su valor debe ser relativamente más estable que el resto, siendo de este modo un buen medio para reducir la incertidumbre de los agentes. Por esta razón, podemos decir, siguiendo a Menger ([1892] 2009), que todo buen dinero, seleccionado mediante el proceso de mercado, debe ser *previamente* un activo financiero líquido. Si por alguna razón dejase de serlo, dicho activo financiero no cumplirá una de las funciones del dinero y sufrirá un proceso de desmonetización.

La demanda de dinero en el mercado se realiza para satisfacer las funciones de medio de intercambio y depósito de valor, en el primer caso para realizar transacciones, en el segundo para trasladar poder adquisitivo en el tiempo. No obstante, toda demanda de dinero como medio de intercambio es, a su vez, oferta de dinero ya que el objetivo

¹¹ No significa que su valor se mantenga constante. Como se dijo, todo valor es subjetivo, también el del dinero y, por ello, no es posible encontrar una unidad de cuenta “objetiva”, que no se vea afectada por las valoraciones individuales de los agentes. Véase Mises ([1949] 1996: 423).

último es obtener un bien de consumo. No ocurre lo mismo con la demanda de dinero como depósito de valor, en este caso se demanda para *atesorar* no para intercambiar¹².

Por todo esto, el valor del dinero vendrá determinado por las *valoraciones subjetivas* de los agentes, que se reflejarán en curvas de oferta y demanda, sobre la capacidad del bien para ser un activo financiero líquido. Lo importante no es tanto el stock físico del bien empleado como dinero, sino su mayor o menor adecuación para realizar la función de depósito de valor –para el que su stock físico, y los cambios que se produzcan en él, serán *uno* de varios elementos a tener en cuenta. Por esta razón, aquellas teorías que buscan la causa del valor del dinero en su *cantidad* dejan de lado el factor más importante: su *calidad*, es decir, su liquidez¹³.

2. Dinero vs sustitutos monetarios

Puesto que la liquidez depende de las valoraciones subjetivas de los agentes, también dependerán de ellas qué bien o bienes sean escogidos para realizar las funciones de dinero. Como exponen, por ejemplo, Anderson ([1917] 1999: 417-458) o Cowler y Kroszner (1994: 9-44), es posible que diferentes bienes realicen cada una de las tres funciones. Todo dependerá de las consideraciones de los agentes de su mejor o peor labor cumpliéndolas. De este modo, existirá una situación de competencia entre diferentes bienes para llevarlas a cabo.

Para un mejor cumplimiento de la segunda función, la de unidad de cuenta, el bien elegido debería llevarla a cabo de forma única. No ocurre lo mismo con las otras dos ya que, aparte de por el bien más líquido, también pueden ser realizada por bienes menos líquidos. Puede existir un bien que sea el medio general de intercambio pero no la unidad de cuenta, aunque para ello deberá tener una alta liquidez. Por ejemplo, los depósitos a la vista –deuda exigible bajo demanda de los bancos- son un

¹² “[...] más transacciones por dinero –más compras y ventas de bienes y servicios- pueden calificarse en cierto sentido como un aumento de la demanda de dinero, pero en el sentido correspondiente pueden calificarse como un aumento igual de la oferta de dinero; ambas se cancelan. La demanda que es relevante para nuestro propósito es la demanda de moneda, no para pagar inmediatamente, sino para *almacenarse*.” Cannan (1921: 454), énfasis en el original. Véase también la nota **¡Error! Marcador no definido..**

¹³ Para un análisis histórico de la teoría de la calidad del dinero véase Bagus (2009).

medio de intercambio o pago muy extendido actualmente pero *distinto* del que realiza la función de unidad de cuenta: la moneda de cada país o área monetaria formada por pasivos del banco central. Por último, la función de depósito de valor puede ser llevada a cabo por un mayor número de bienes -o activos-, ya que los agentes pueden desear sacrificar un determinado grado de liquidez para obtener una mayor rentabilidad esperada. De esta forma, pueden surgir nuevos activos para complementar o sustituir al dinero realizando algunas de sus funciones¹⁴. En cualquiera de estos casos, no obstante, aquel activo que sea unidad de cuenta también podrá ser medio de intercambio y depósito de valor pero no al revés. Del mismo modo, un activo empleado como medio de intercambio puede ser utilizado como depósito de valor pero no todo depósito de valor puede ser medio de intercambio.

Además, los precios de los activos que sean utilizados como medio de intercambio o depósito de valor serán expresados respecto de aquel que ha sido adoptado como unidad de cuenta. A partir de ahora, y para distinguir los distintos activos, denominaremos dinero a aquel bien que es unidad de cuenta y sustitutos monetarios a los que realizan sólo alguna de las otras dos funciones.

3. Tipos de activos que pueden ser dinero

“El caso del oro difiere del papel puesto que el poseedor del oro obtiene crédito por lo que ningún hombre es deudor”¹⁵

Dentro del conjunto de activos financieros, es posible distinguir entre aquellos que no son pasivos de agentes y otros que sí lo son. También el activo empleado como dinero -unidad de cuenta-, se encontrará en uno de estos dos casos. En el primero, su valor y liquidez provendrá de las valoraciones subjetivas de los agentes. En el segundo, dependerá del valor y liquidez de los bienes que conforman el activo del agente, de su

¹⁴ “En la evolución de las conveniencias monetarias, la sociedad ha aspirado constantemente a encontrar medios de intercambio seguros para evitar el uso de un estándar valioso, y esto explica completamente la creación hace siglos de instituciones como los bancos de Venecia y Amsterdam; la invención de la letra; billetes de banco; y más tarde, cheques y depósitos y cámaras de compensación” Laughlin (1905: 68).

¹⁵Thornton ([1802] 2000: 76).

pasivo y de su estructura financiera. Estos últimos pueden hacer que la liquidez de un pasivo en particular sea menor o mayor que la del activo.

Por ejemplo, supongamos un banco cuyo único activo fuese oro y su pasivo se dividiese al 50% entre acciones y depósitos a la vista pagaderos en oro. En este caso los depósitos a la vista serían *más* líquidos que el oro, la razón es que, en caso de pérdida o robo de oro, serían los accionistas los que asumirían en primer lugar dicha pérdida, dejando más protegidos a los acreedores que si tuviesen directamente la misma cantidad de oro a la que tienen derecho –el 50% del activo del banco-¹⁶. Siguiendo este ejemplo, si en el pasivo del banco se incrementasen los depósitos a la vista y redujesen las acciones, el valor de los primeros caería *ceteris paribus* por dos razones: (1) su mayor oferta haría que fuesen destinados a fines cada vez menos relevantes y (2) antes se verían afectados por pérdidas en el activo. El proceso contrario tendría lugar si se redujesen los depósitos a la vista e incrementasen las acciones en el pasivo.

Un caso algo similar aunque algo más complejo es el que se da en el dinero *fiduciario* que consiste en un pasivo del banco central¹⁷ y que constituye el dinero –en el sentido de unidad de cuenta- actualmente en existencia. El banco central, como cualquier otro agente, tiene un balance compuesto por su activo y pasivo. Como expone Rallo (2013), las monedas y billetes son pasivos del banco central tanto como sus depósitos¹⁸, constituyendo lo que Bondone (2012: 18) denomina crédito

¹⁶ ¿Serían, en este caso, los depósitos del banco el bien más líquido y, por tanto, el que sería elegido como dinero y unidad de cuenta? Eso podría ocurrir pero habría que asumir que ni el activo –el oro almacenado-, ni el pasivo, ni tampoco la estructura financiera del banco sufriesen cambios que hiciesen disminuir la liquidez de los depósitos. También que los depósitos a la vista pudiesen ser contratados en toda la economía. Otra cuestión es los incentivos de los accionistas –o el Estado- a *prestar* parte de su activo para obtener una rentabilidad explícita adicional sustituyendo así oro por *préstamos* de oro, cambiando de esta forma la composición de su activo.

¹⁷ “Llamamos moneda fiat a todo aquel medio de pago que es el pasivo de un agente económico y que no es pagadero en otro medio de pago” Rallo (2015: 17).

¹⁸ Para un ejemplo práctico de cómo un banco central considera ambos pasivos como sustitutos, véase por ejemplo el discurso de Kerstin Jochnik, Gobernadora Adjunta del Riksbank, <http://www.bis.org/review/r150126c.pdf>. Buitier y Rahbari (2015) explican que existe un límite mínimo al tipo de intervención que puede establecer un banco central determinado por la existencia de dinero en efectivo y el coste de

irregular, deudas para las que no está definida con claridad la “calidad y/o cantidad del bien económico futuro con que se cancelará la obligación surgida”. En este caso en particular, el banco central siempre puede pagar todos sus pasivos menos los billetes y monedas mediante la creación de nuevas unidades de estos últimos, añadiendo más activos financieros a su activo a cambio de incrementar aquellos pasivos suyos utilizados como dinero¹⁹. Así el valor y liquidez del dinero fiduciario vendrán determinados por el activo del banco central, su pasivo y su estructura financiera. Como explica Rallo (2011: 365):

“Así, cuanto más líquidos sean los activos que se moneticen, con mayor facilidad podrá defender su valor: ya sea porque se trate de un activo real (o un activo financiero pagadero en un activo real) que el banco central esté dispuesto a vender en grandes cantidades a cambio de su dinero fiduciario (incrementando de manera derivada su utilidad como medio para acceder al activo líquido) o porque se trate de un activo financiero pagadero en dinero fiduciario que se cobrará en un breve plazo de tiempo y que por tanto permitiría retirar rápidamente esas cantidades de dinero fiduciario del mercado (restringiendo su oferta). Por el contrario, cuanto más ilíquidos sean los activos que se moneticen, mayor oferta de dinero fiduciario habrá y más complicado será defender su valor: o bien la utilidad de las grandes reservas de activos reales ilíquidos decrecerán muy rápidamente cuando se las intente intercambiar (y por tanto también la del dinero fiduciario) o bien los activos financieros se amortizarán de manera muy lenta y por tanto el dinero fiduciario permanecerá durante mucho tiempo en circulación.”²⁰

almacenamiento de este último. La razón es la posibilidad de intercambiar depósitos en el banco central por dinero en efectivo y viceversa, es decir, las posibilidades de arbitraje entre ambos.

¹⁹ Por tanto, el banco central no puede quebrar -impagar- en términos nominales pero sí en reales como explica Rallo (2015: 32-33).

²⁰ Hay que distinguir la monetización de activos financieros, el uso de dichos activos para respaldar a los pasivos empleados como dinero o sustitutos monetarios, del proceso de monetización por el que los agentes determinan qué activos serán elegidos para ejercer las funciones del dinero.

4. Los sustitutos monetarios

“Pocos de nosotros observamos que lo que generalmente utilizamos como dinero son meras promesas de pagar dinero”²¹.

Los activos financieros denominados sustitutos –o complementos– monetarios son aquellos que realizan las funciones de medio de intercambio o depósito de valor pero no unidad de cuenta. Su característica principal también será la liquidez si han de cumplir dichas funciones, por esta razón, las deudas líquidas pagaderas en dinero suelen ser utilizadas como sustitutos monetarios²². Como se vio, cuanto menor sea su vencimiento y riesgo de impago, más líquidas serán. Dentro del riesgo de crédito o impago los factores relevantes eran:

- a) El activo: cuanto más (menos) líquido sea el activo del deudor, más (menos) líquida será su deuda²³.
- b) El pasivo: cuanto menos (más) endeudado esté el agente más (menos) líquida será su deuda.
- c) La estructura financiera: cuanto menor (mayor) sea el descalce de plazos o riesgos más (menos) líquida será su deuda.

Para una deuda pagadera en dinero cuanto mayor será la parte del activo constituido por dinero menor será el descalce tanto de plazos como de riesgos, además de que el activo será el más líquido posible. Cuanto menor sea la proporción del activo formada por dinero, menos líquida será la deuda y peor realizará su función como sustituto monetario.

Un aumento del riesgo de crédito del emisor del sustituto monetario supondrá una caída de su precio en términos monetarios –salvo para depósitos a la vista que serán reembolsados– y una disminución de su

²¹Scherman (1938: 255) refiriéndose al uso de pasivos del estado o el banco central como medios de pago en un marco de patrón oro. Lo mismo puede aplicarse a los depósitos bancarios a la vista en un esquema de patrón oro o dinero fiduciario, véase Mises ([1949] 1996: 423).

²² Los denominados “activos seguros” o “safeassets” como aparecen por ejemplo en Caballero y Farhi (2013) son también sustitutos monetarios.

²³ Para un curioso ejemplo de un activo –bolsos de marca– que, a través de la estructura financiera de los agentes, se convierte en un incipiente sustituto monetario véase: <http://m.ft.com/2013/08/14/1602512/the-velocity-of-handbags/> Thevelocity of handbags – FT Alphaville – 14/08/2013.

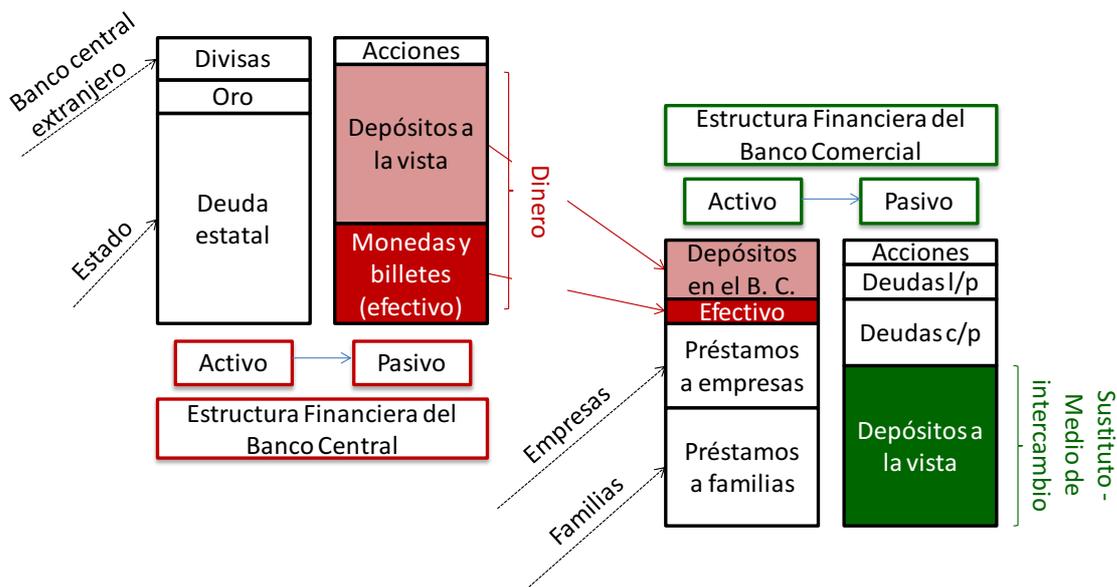
liquidez *ceteris paribus*. Por el contrario, una disminución del riesgo de crédito conllevará una subida de su precio y un aumento de su liquidez.

Si en una economía se diese una situación que causase un aumento generalizado del riesgo de crédito de aquellos emisores cuyos pasivos son utilizados como sustitutos monetarios, se generaría una “destrucción” de activos financieros aptos para realizar las funciones de medio de intercambio y depósito de valor. Por esta razón, una contracción generalizada del crédito en una economía implicará una disminución de los sustitutos monetarios. Por el mismo motivo, un aumento del crédito solvente en una economía conllevará un mayor número de sustitutos monetarios, siempre que dicho crédito sea lo suficientemente líquido o sea transformado en pasivos líquidos a través de las estructuras financieras de algunos agentes.

5. Un ejemplo con dinero fiduciario de curso forzoso y depósitos a la vista como medios de intercambio

Con lo visto anteriormente sobre el dinero y los sustitutos monetarios, más el análisis de la liquidez de los activos y los agentes, procedemos ahora a aplicarlo a un ejemplo de una economía donde la unidad de cuenta fuesen los depósitos a la vista más las monedas y billetes del banco central -unos de sus pasivos- y los depósitos a la vista de los bancos comerciales ejerciesen de sustitutos monetarios, realizando la función de medio de intercambio. Un caso así es el que aparece en la siguiente ilustración:

Ejemplo de dinero fiat y depósitos a la vista como sustitutos monetarios



En este ejemplo tenemos dos agentes: el banco central y un banco comercial modelo, analicemos sus balances:

a) Banco central: su activo está compuesto por divisas -dinero de otra economía-, oro y deuda pública. Acciones, efectivo y depósitos bajo demanda de bancos comerciales forman su pasivo, sólo los dos últimos son dinero, es decir, activos que funcionan como unidad de cuenta. Un banco central siempre tiene la opción de no quebrar ya que puede crear más dinero -pasivo inconvertible- mediante la monetización de activos y así pagar sus deudas que no son más que promesas a pagar unidades de su propio pasivo.

Si queremos analizar la liquidez del dinero de esta economía, deberíamos aplicar lo visto sobre la liquidez de las deudas respecto al riesgo de crédito:

1) La liquidez del activo vendrá dada por la liquidez del oro, de las divisas y la deuda pública. La primera depende directamente de las valoraciones subjetivas de los agentes puesto que no es el pasivo de nadie, no ocurre lo mismo con las otras dos que son pasivos de otro banco central y del Estado nacional respectivamente, por tanto, deberíamos conocer también los balances de estos dos agentes si quisiéramos conocer su liquidez, esto está reflejado por las flechas indicando que el valor y liquidez de estos activos provendrá del balance de un banco central extranjero y del Estado. Cuanto más (menos) líquido sea el activo *en conjunto*, más (menos) líquido será el dinero.

2) Desde el punto de vista del pasivo, la liquidez del dinero dependerá de qué proporción esté constituida por acciones. Cuanto mayor (menor) sea, más (menos) líquido será el dinero ya que más pérdidas del activo serán absorbidas por los accionistas.

3) Desde el punto de vista de la estructura financiera, un menor (mayor) descalce de riesgos implicará una mayor (menor) liquidez del dinero. Al ser un pasivo inconvertible, estos descalces no se pueden ser de plazos.

Aparte de estos tres factores habrá que añadir que, al ser el dinero sea de curso forzoso, la mayor liquidez que tendrá, *ceteris paribus*, por la demanda generada para hacer frente al pago de impuestos y obligaciones. Una mayor liquidez generada, no por las valoraciones de los agentes, sino por la imposición del estado.

b) Banco comercial: su activo está formado por efectivo, depósitos en el banco central, préstamos a empresas y a familias. Por el lado del pasivo encontramos: acciones, deudas a largo plazo, deudas a corto plazo y depósitos a la vista, estos últimos constituyen un sustituto monetario que realiza la función de medio de intercambio²⁴. La liquidez de este medio de intercambio vendrá dada por:

- 1) El activo: cuanto más (menos) líquidos sean los préstamos a familias, empresas y *el dinero*, más (menos) líquidos serán los depósitos a la vista.
- 2) El pasivo: cuanto menos (más) endeudado esté el banco más (menos) líquidos serán sus depósitos.
- 3) La estructura financiera: cuanto menor (mayor) sea el descalce de plazos y riesgos entre activo y pasivo, mayor (menor) será la liquidez de sus depósitos.

Mediante este ejemplo esquemático podemos ver la gran cantidad de factores y el mecanismo por el que afectarán a la liquidez, y por tanto al valor, del dinero fiduciario y los depósitos de bancos comerciales que sean usados como medios de intercambio.

6. El dinero, los sustitutos monetarios y el nivel general de precios

Quizá uno de los temas más abordados en la teoría monetaria es la relación entre la cantidad de dinero en un sentido amplio –incluyendo los sustitutos monetarios– y su poder adquisitivo. Ya hemos visto que lo importante no es sólo la cantidad sino, sobre todo, la calidad. También se ha discutido la capacidad de que un índice general de precios sea tomado como un fiel indicador del poder adquisitivo del dinero.

No obstante, con lo descrito hasta ahora sí es interesante distinguir entre el efecto que tendrá una *disminución* de la liquidez del dinero y su relación con la de los sustitutos monetarios. En primer lugar, una pérdida de liquidez del dinero implicaría *ceteris paribus* una disminución de la liquidez de los sustitutos monetarios y a un aumento generalizado –pero no por igual– de los precios de una economía. Por el contrario, los sustitutos monetarios pueden perder liquidez –por una degradación de la liquidez de los agentes que los emiten– mientras que la liquidez del dinero se mantenga, en este caso, nos encontraríamos con una caída de

²⁴ También sus deudas a corto plazo podrán ser sustitutos monetarios pero realizando la función de depósito de valor.

los precios, principalmente los de los activos financieros. Esto es debido a que sólo el dinero ejerce la función de unidad de cuenta.

Como dijo Herbert Simons (1948: 110): “[...] quizás hemos dejado atrás una era en la que el principal peligro reside en la deuda privada y su amenaza de agudas y recurrentes deflaciones y entrada en un período donde una gran y creciente deuda pública nos expone continuamente a caídas radicales del valor del dinero. Luchas desesperadas y recurrentes por liquidez pueden ser desplazadas por huidas recurrentes de la moneda [...]”. En una economía donde la unidad de cuenta está formada por pasivos de bancos centrales cuyo activo está compuesto en su mayor parte por deuda estatal o “pública”, una caída en la demanda de esta última provocará una caída del valor del dinero en relación con el resto de bienes. Por otro lado, una caída en la valoración de la deuda privada, afectará también a aquella deuda privada empleada como sustitutos monetarios, provocando una caída de su precio monetario.

BIBLIOGRAFÍA

ANDERSON, B. M. ([1917] 1999): *The Value of Money*, Grove City, PA, Libertarian Press.

BAGUS, P. (2009): «The Quality of Money», *Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 12, Nº 4, pp. 22-45.

BONDONE, C. (2012): *Teoría de la Moneda*, www.carlosbondone.com.

BUITER, W. y RAHBARI, E. (2015): «High Time to Get Low: Getting Rid of the Lower Bound on Nominal Interest Rates», *Global Economics View*.

CABALLERO, R. J. y FARHI, E. (2013): «A Model of the Safe Asset Mechanism (SAM): Safety Traps and Economic Policy», <http://economics.mit.edu>

CANNAN, E. (1921): «The Application of the Theoretical Apparatus of Supply and Demand to Units of Currency», *Economic Journal*, Vol. 31, pp. 453-461.

COWEN, T. y KROSZNER, R. (1994): *Explorations in the New Monetary Economics*, Cambridge, Blackwell.

FEKETE, A. (1996): «Wither Gold?», www.professorfekete.com.

FISHER, I. (1907): *The Rate of Interest*, New York, The Macmillan Company.

GARCÍA IBORRA, R. (2014): «La Confusión entre Liquidez y Negociabilidad: Consecuencias Teóricas y Prácticas», en la Revista del VI Congreso de Economía Austriaca, *www.juandemariana.org*.

GARCÍA IBORRA, R. (2015): «La Metodología de las Ciencias Sociales: un Punto de Encuentro entre Popper y Mises», en la Revista del VII Congreso de Economía Austriaca, *www.juandemariana.org*.

LAUGHLIN, J. L. (1905): «A Theory of Prices», *Publications of the American Economic Association*, Vol. 6, N° 1, pp. 66-83.

MENGER, C. ([1871] 2007): *Principles of Economics*, Auburn, Ludwig von Mises Institute.

MENGER, C. ([1892] 2009): *The Origins of Money*, Auburn, Ludwig von Mises Institute.

MISES, L. VON ([1949] 1996): *Human Action: A Treatise on Economics*, Auburn, Ludwig von Mises Institute.

RALLO, J. R. (2011): *Una Aplicación de la Teoría del Ciclo Económicos desde la Perspectiva de la Escuela Austriaca a la Gran Recesión*, Tesis para la obtención del grado de Doctor, Universidad Rey Juan Carlos.

RALLO, J. R. (2013): «Por qué la Moneda Fiat sí es un Pasivo del Banco Central (parte 2)», *www.juanramonrallo.com*.

RALLO, J. R. (2015): *Contra la Modern Monetary Theory*, Madrid, Unión Editorial.

SCHERMAN, H. (1938): *The Promises Men Live By*, New York, Random House.

SIMONS, H. C. (1948): *Economic Policy for a Free Society*, Chicago, The University of Chicago Press.

THORTON, H. ([1802] 2000): *Crédito Papel*, Madrid, Ediciones Pirámide.

VARIAN, H. R. (1998): *Microeconomía Intermedia. Un Enfoque Actual*. Barcelona, Antoni Bosch, editor.

DESCALCE DE PLAZOS Y RESERVA FRACCIONARIA DENTRO DE LA TEORÍA AUSTRIACA

RICARDO DIAS DE SOUSA

Resumen: Tradicionalmente, la Teoría Austríaca del Ciclo Económico apunta como causa del mismo la producción continuada de medios fiduciarios de cambio por parte de los bancos. Sus proponentes debaten sobre si el sistema bancario por sí solo puede orquestar esa expansión o si es el Estado el que permite que ésta sobrepase el límite a partir del cual produce más medios fiduciarios que aquellos necesarios para el intercambio de bienes y servicios.

En los últimos años, aparecieron dentro de las hipótesis de corte austríaco las que defienden que, más que el fraccionamiento de las reservas bancarias para la concesión de nuevo crédito, la descoordinación en el ciclo económico encuentra su causa en el descalce de riesgos y plazos entre el crédito concedido y aquél que los bancos contraen para financiar esa actividad.

Este trabajo concluye que las diferencias entre las dos propuestas quizá sean exageradas. Por un lado, el descalce de plazos es una causa que la Teoría Austríaca del Ciclo Económico no excluye e incluso se puede afirmar que el fraccionamiento de reservas (en la parte que no se mantiene en reservas) es un caso particular, probablemente el más importante, dentro de la explicación más general del descalce, si se realiza a través de intermediación bancaria u otro sistema de intermediación análogo.

I. EL TEMA EN DISPUTA EN LA TEORÍA AUSTRIACA DEL CICLO

A finales de la década de 1920, principios de la de 30, Frederich Hayek desarrolló una explicación de los ciclos económicos que se puede considerar la base de la Teoría Austríaca del Ciclo. Esta base se debe primordialmente a las investigaciones sobre teoría monetaria de Mises,

a las que Hayek añadió una explicación sobre el comportamiento de la estructura productiva en una economía consecuencia de las tensiones monetarias descritas por Mises. La Teoría Austríaca del Ciclo apunta como motivo para las burbujas y consecuentes depresiones las malas inversiones causadas por la expansión del crédito no suportada por ahorro real.

Sin embargo, dentro de la Escuela Austríaca, existen actualmente tres abordajes distintos sobre qué características de la expansión crediticia provocan susodichas malas inversiones, ya que no todas las expansiones crediticias son perniciosas, solo aquellas no suportadas por ahorro real. Tradicionalmente existían dos visiones opuestas del fenómeno: los que demandan que los bancos mantengan el 100% de los depósitos en reservas y los que admiten un grado de reserva fraccionaria. No obstante, ambas visiones consideran la reserva fraccionaria bancaria como el instrumento que obra las expansiones de crédito insostenibles. La principal diferencia entre sus defensores es saber si el sistema bancario, libre de interferencia gubernamental, es o no capaz de optimizar el volumen de crédito emitido. Es decir, si cuando un agente (banco) empieza a expandir el volumen de crédito concedido por fracción de reservas más allá de límites razonables ¿pueden los demás actuar en oposición disuadiendo esa expansión?

De un lado tenemos los proponentes de un sistema de 100% de reservas que afirman que los bancos deben mantener el 100% del dinero depositado en su posesión no solo por motivos legales (un depósito no es un préstamo) pero también porque el fraccionamiento de las reservas es el origen del ciclo económico. Del otro los proponentes de un sistema de banca libre. Estos argumentan que la reserva fraccionaria solo se convierte en un problema cuando el estado, normalmente por intermedio de un banco central y dinero fiat, rompe el equilibrio en el sistema bancario, creando incentivos para que los bancos expandan el crédito más allá de los límites prudenciales dentro de los cuales, de otro modo, se mantendrían. Para los defensores de la banca libre, los bancos incrementan la moneda en circulación produciendo medios fiduciarios (utilizando la reserva fraccionaria) siempre que aumenta la demanda de dinero sin que ello conlleve una burbuja mientras los defensores del 100% de reservas defienden que este aumento de moneda es, por definición, inflacionario. Para estos últimos, si la demanda de dinero aumenta eso representa un aumento de su valor algo que, por sí solo, crea un incentivo a que aumente la producción de dinero real

impidiendo la formación de burbujas ya que todos los proyectos empresariales en la economía, incluida la producción de dinero, estará necesariamente respaldada por ahorro. Bajo un sistema de banca libre, el aplanamiento de los cambios en los precios que la producción de medios fiduciarios proporciona no es ni nefasta ni rompe el equilibrio en la economía, tan solo la intervención estatal protegiendo los bancos de pérdidas potenciales crea un ciclo económico al permitir que los bancos actúen en concierto, dándoles el incentivo para expandir sus balances más allá de los niveles dictados por la prudencia. De este modo, aun cuando mantengan opiniones distintas sobre la causa de los ciclos económicos, ambos grupos reconocen el papel de la reserva fraccionada en la producción de medios fiduciarios como el mecanismo de descoordinación del sistema económico.

Para complicar más la cuestión, una tercera perspectiva apareció recientemente entre los economistas de la Escuela Austríaca que incorpora ideas sobre la liquidez. Para los defensores de la aplicación de las teorías de la liquidez el mecanismo de descoordinación son los descortes de plazos y riesgos en que el sistema bancario incurre y que erosionan la liquidez, de una manera casi imperceptible a principio, pero que se va volviendo más evidente a medida que el ciclo avanza. El marco teórico de la liquidez rechaza que el fraccionamiento de reservas sea el mecanismo responsable por transformar una expansión crediticia en un ciclo económico (juntándose, pues, a los adeptos de la banca libre en autorizar los bancos a recurrir al fraccionamiento de reservas), mientras la afirmación de que el descorte es el mecanismo de descoordinación es rechazada por las dos visiones más tradicionales.

El propósito de este texto es ilustrar que el descorte de plazos y la reserva fraccionaria tienen efectos muy similares. La reserva fraccionaria, en la parte del capital que no queda en la reserva es, de hecho, un caso particular de descorte de plazos (y riesgos). La reserva fraccionaria, a pesar de no ser el único caso en que una expansión crediticia sin ahorro, y por ende, una burbuja económica se forma, es el caso más obvio e importante. Aun cuando una expansión del crédito se pueda dar, en teoría, sin recurso al fraccionamiento de la reserva, en la práctica esta está siempre presente y generalmente conduce a otros descortes temporales más amplios. Este trabajo no pretende detenerse en otras cuestiones igualmente importantes que dividen las varias visiones enfrentadas como son (1) la naturaleza de los depósitos bancarios (¿son depósitos en un sentido estricto, o préstamos sin plazo?) o (2) el papel de

los bancos centrales u otro tipo de interferencias gubernamentales en el ciclo económico. Para rodear la primera cuestión el caso será presentado de manera a que los efectos económicos sean claros independientemente de lo que el lector piense sobre la naturaleza de los depósitos bancarios. La segunda cuestión puede ser evitada reconociendo, como además lo hacen todas las perspectivas austríacas, que la intervención del estado es un factor que permite que las burbujas se expandan más en el tiempo y penetren más profundamente en la estructura productiva. En este trabajo solo se tratará de explicar la relación entre fraccionamiento de reservas y descalce de plazos, su impacto en el ciclo y como deriva de la operación del sistema bancario como lo conocemos. Si el estado es o no relevante para que eso pueda suceder, y en qué grado, es algo que se deja al criterio del lector.

II. LA RESERVA FRACCIONADA Y EL CICLO ECONÓMICO

La reserva fraccionada es la práctica bancaria en que tan solo una parte (fracción) del dinero depositado en un banco se queda a disposición del banco para ser devuelto a los depositantes cuando estos lo exijan. Como se dijo antes, no se afirma que ese dinero fue entregado al banco para custodia ni lo contrario. No que la diferencia sea irrelevante, pero para el propósito de este trabajo asumimos que el sistema bancario recurre al fraccionamiento de reservas independientemente de la naturaleza de estos depósitos ser o no respetada. La reserva es el montante de dinero que el banco mantiene en su posesión (o depositado en el banco central en el caso de dinero fiduciario emitido por ese mismo banco central). Este montante, que varía en el tiempo y en el espacio dependiendo, entre otros motivos, del tipo de régimen monetario, sigue disponible para satisfacer potenciales retiradas de dinero por parte de los depositantes a todo momento. Los banqueros saben (o esperan) tener siempre una cantidad de reservas suficiente para satisfacer todas las demandas que se les presenten. Cuando la reserva cae por debajo de determinados niveles considerados peligrosamente bajos, el banco intenta aumentar el nivel de reservas (o simplemente mantenerlas en una situación de crecientes retiradas de dinero) vendiendo otros activos. A efectos económicos, esos activos, no son parte de la reserva porque no son dinero. Por definición, todo lo que no es dinero es menos líquido que dinero, por ende, cualquier activo que un banco posea, para poder ser utilizado como parte de la reserva, tiene que ser vendido, liquidado o entregado como

colateral contra un préstamo de dinero. Esto significa que, además del coste que puede acarrear, convertir otros activos en dinero tarda tiempo y es poco probable que se pueda hacer en grandes cantidades a la par. Los diversos activos tienen diferente dificultad para ser convertidos en dinero (liquidez) y esa dificultad varía con las circunstancias, pero el dinero es el único activo que puede adecuadamente utilizarse como reserva contra el derecho de los depositantes en convertir inmediatamente el depósito en dinero.

Para la Teoría Austríaca del Ciclo Económico, el fraccionamiento de la reserva por parte de los bancos es responsable por el ciclo económico porque aumenta la cantidad de medios fiduciarios en circulación sin un correspondiente aumento del ahorro. Es decir, cuando los bancos utilizan parte del dinero depositado para adquirir otros activos (normalmente deuda) crean medios fiduciarios adicionales al emitir billetes o creando saldos bancarios para prestar dinero (o comprar activos) manteniendo la obligación de convertir en dinero bajo demanda los pasivos en forma de depósitos. Existen más obligaciones de conversión en dinero que dinero. Este aumento de la cantidad de dinero no es neutro. Dado el modo específico como fue creado entra en la economía vía la concesión de crédito, *caeteris paribus*, bajando el precio del dinero a plazo, es decir, el tipo de interés. El tipo de interés rebajado permite que proyectos que antes no eran rentables pasen a serlo mientras la creación de medios fiduciarios adicionales garantiza que existen fondos para iniciar esos proyectos. Lo que no existe es ahorro suficiente para que todos los proyectos iniciados, *a priori*, se puedan concluir. La burbuja pincha cuando gran parte de los proyectos iniciados en la fase de la burbuja tienen que ser abandonados, especialmente porque el ajuste no es inmediato. La reconversión de los bienes de capital es costosa tanto en tiempo como en dinero.

III. EL DESCALCE DE PLAZOS Y EL CICLO ECONÓMICO

Decimos que los bancos recurren al descalce de plazos siempre que piden dinero prestado para a su vez prestar a un plazo distinto. Porque diferentes plazos ofrecen distintos intereses, un banco busca pedir prestado a un plazo en que el interés sea más bajo para prestar a uno en

que el interés sea más alto. La diferencia entre el interés pagado y el interés recibido es el lucro del banco. Lo más común es que los bancos pidan prestado a plazos más cortos y presten a plazos más alargados pero el contrario también puede suceder. En este último caso, el banco pediría un préstamo a un plazo alargado e iría prestando ese dinero sucesivamente a plazos más cortos. Sin embargo, esto es lo que, idealmente, intentan hacer todas las empresas, en todas las áreas de negocio, en una economía. Todas buscan tener menos pasivo de corto plazo que activo circulante. Los bancos normalmente actúan de manera inversa: piden prestada la liquidez de corto plazo que otros negocios generan y prestan a largo plazo a los mismos u otros proyectos empresariales. En un modelo de equilibrio esto es visto como un esfuerzo coordinador que aumenta la eficiencia de la economía pero considerando la incertidumbre del mundo real es imposible arbitrar la curva de tipos de interés. En el límite cada préstamo es único y un préstamo de señal contraria a distinta entidad y distinto plazo no constituye una oportunidad de arbitraje.

Es en este punto donde el descalce de plazos se incorpora dentro de la teoría austríaca que reconoce que, a pesar de la existencia de instituciones que reducen la incertidumbre, existe siempre una parte de incertidumbre que no se puede erradicar. Cuando un banco pide prestado a corto plazo para prestar a largo plazo tiene que volver al mercado para volver a pedir prestado cuando el primer préstamo vence. Los banqueros pueden tener la mejor estimación que exista sobre los tipos de interés que van a prevalecer en el futuro pero no tienen el conocimiento perfecto de ese futuro. Tal como en el caso de la reserva fraccionaria en que no existe dinero para satisfacer todas las demandas de dinero si estas ocurren simultáneamente, tampoco el sistema bancario puede refinanciarse si todos los prestadores de corto plazo deciden no renovar sus préstamos. Pero en ambos casos la teoría va más allá. Los ciclos económicos no suceden porque existe la posibilidad de que un banquero se equivoque en la estimativa del montante adecuado de reservas o del plazo óptimo de descalce. Los ciclos económicos son consecuencia inevitable de la expansión de estas prácticas. En el primer lugar porque el precio del tipo de interés fomenta una expansión económica basada en proyectos empresariales insostenibles dado el montante de ahorro y en el segundo porque erosionan la liquidez de la economía, es decir, debilitan la capacidad de los propios proyectos empresariales para enfrentar la incertidumbre. A pesar de a primera

vista parecer que fraccionamiento y descalce llegan a conclusiones distintas, en realidad los dos están describiendo algo muy parecido.

En ambos casos, no solo en el caso de la reserva fraccionaria, se está explicando como distorsiones en el precio del dinero a plazo (el tipo de interés) envían señales erróneas a los inversores acerca de la escasez del capital que, a su vez, causa malas inversiones. Mises y Hayek demostraron como el recurso a la reserva fraccionaria reduce el tipo de interés a un nivel donde los inversores embarcan en proyectos empresariales que, de otro modo, no se iniciarían por falta del ahorro necesario. El descalce de plazos da el paso siguiente al afirmar que los ahorros se constituyen con vista a un periodo específico. Esto significa que, cuando se recurre al descalce, los ahorradores están ofreciendo fondos a un período más corto que el requerido por los emprendedores para que estos puedan terminar sus proyectos. Ajustando el descalce de plazos a la explicación avanzada por Mises y Hayek, los bancos están rebajando el tipo de interés a largo plazo a un nivel que fomenta la iniciación de proyectos de inversión a largo plazo, utilizando para ello ahorros a corto plazo.

IV. EL DESCALCE DE PLAZOS EN EL ALARGAMIENTO DE LA ESTRUCTURA DE PRODUCCIÓN HAYEKIANA

En el análisis del ciclo económico de Hayek, destaca el uso de sus triángulos ilustrando como, en una expansión crediticia, la estructura productiva se alarga introduciendo nuevas etapas. Métodos capital intensivos y temporalmente más largos de producción (métodos más indirectos, según Hayek)) empiezan a ser utilizados sin que exista ahorro suficiente para financiar esos mismos métodos. La utilización del Economía de Giro Uniforme (EGU) como modelo implícito de análisis, como veremos abajo, hace innecesario explicar cómo se financia ese alargamiento. Pero si intentamos acercar el modelo a la realidad necesitamos contestar a esa cuestión. Como explica Hayek, el motivo porque estos métodos de producción no fuesen perseguidos antes es porque los tipos de interés no eran lo suficientemente bajos para que esos proyectos fueran potencialmente lucrativos (presentasen una TIR positiva) pero, más específicamente, porque no existirían ahorros disponibles, a un tipo de interés atractivo, para que proyectos con tanta duración se iniciasen.

V. EL TIPO DE INTERÉS NATURAL

Tanto Mises como Hayek llegaron a sus conclusiones asumiendo un tipo de interés neutral o natural, es decir, un tipo de interés residual después de deducir del tipo de interés de mercado tanto la inflación esperada como el riesgo específico del prestatario. En el entorno de un modelo teórico como la Economía de Giro Uniforme (EGU) utilizada por Mises, el concepto de tipo de interés natural es útil porque permite demostrar como las prácticas bancarias modifican el tipo de interés. Pero la EGU es un modelo donde no existen oportunidades de crecimiento sin aprovechar, ni incertidumbre sobre cuál va a ser el retorno de los proyectos empresariales en curso. Bajo estas restricciones, es natural asumir que el horizonte temporal de cualquier inversión es irrelevante, porque los inversores pueden cambiar de proyecto de inversión sin coste alguno. El camino específico que cada inversor sigue para llegar al horizonte temporal que desea es aquél que maximiza el valor actual de su inversión. No existe ninguna penalización por invertir tanto a mayor como a menor plazo que el requerido por el plan empresarial específico de cada individuo. La principal ventaja de la EGU fue permitir a los economistas austríacos encontrar una explicación para el ciclo económico asumiendo un tipo de interés único para todos los vencimientos, pero esa simplificación tiene un precio. La EGU asume que tipos de interés a diferentes vencimientos pueden ser arbitrados, que, si alguien tiene una inversión con un horizonte temporal superior al exigido por su plan empresarial tendrá los fondos a su disposición cuando los necesite por efecto de arbitraje.

En el mundo real, el sistema bancario también cree que este arbitraje es posible. Los bancos actúan construyendo modelos donde, estimando el riesgo de los préstamos que conceden (y la inflación esperada), pueden generar una ganancia pidiendo prestado a un vencimiento menor y prestando a uno más largo siempre que cobren un tipo de interés suficientemente superior como para compensar las consideraciones anteriores. A esta estrategia se le llama carry trade y, sin duda, los bancos pueden estimar un lucro contable resultante del diferencial entre los tipos de interés. Pero lo que están haciendo no es arbitrar la curva de tipos de interés aun cuando algunos lo puedan juzgar así. Tal como en el caso de la reserva fraccionaria, en que los bancos pueden creer tener una buena estimación de las reservas mínimas que van a necesitar en el futuro, en el carry trade creen tener una buena estimación del riesgo que

asumen. Pero esto es imposible porque en ambos los casos a lo que se enfrentan no es a riesgo sino a incertidumbre, es decir, no pueden captar la función de distribución de los eventos futuros relevantes. La imitación de comportamientos bien sucedidos, que se consolida en la emergencia de instituciones reductoras de la incertidumbre en este caso lleva al diseño de un entorno institucional deficiente, pues cuantos más agentes embarquen en este comportamiento más inherentemente inestable se vuelve la economía.

VI. MISES Y EL DESCALCE DE PLAZOS

Existe, sin embargo, otro motivo por el cual la relevancia del concepto de descalce de plazos se mantuvo fuera de la Teoría Austríaca del Ciclo. Cuando Mises describió el ciclo su principal interés era explicar como la creación de medios fiduciarios aumentaba la cantidad de dinero modificando no el índice general de precios sino los precios relativos entre bienes de capital y de consumo. En este análisis Mises explícitamente deja de fuera el descalce de plazos fuera del objeto de su análisis.

Mises separa, desde una perspectiva económica, el crédito emitido por los bancos en dos categorías: Crédito Mercancía (Sachcredit) y Crédito de Circulación (Zirkulationscredit), es decir, la intermediación de crédito y la emisión de medios fiduciarios. Sin embargo, cuando se refiere al Sachcredit asume que los vencimientos están encontrados.

Este proceder invita a preguntar el motivo por el cual Mises asume esta actuación por parte de los bancos. La respuesta muy probablemente es porque era, en gran parte, verdad. En el famoso libro de Walter Bagehot Lombard Street podemos leer una descripción vívida del sector financiero en el auge de la era del patrón oro y, cuando Mises escribió su teoría, las cosas no habían cambiado tanto. En esos días los bancos depositarios (joint stock banks) realizaban muy pocos descálces de plazos en sus libros. Estos bancos descontaban algunas letras, principalmente para sus propios clientes y detenían algunos bonos a mayor vencimiento (generalmente deuda pública y por disposición legal), pero el grueso del dinero de sus depositantes era colocado en cuentas que perciben interés en bancos de inversión (private banks en el original) o en corredores de letras o acciones contra una letra de cambio, lo que a día de hoy se llamaría un repo o un sello/buyback dependiendo

de quién cobra los cupones o dividendos. Los bancos depositarios podían reclamar estos depósitos rápidamente con una notificación en caso de necesidad. A su vez, estos bancos privados y corredores eran los que invertían y prestaban normalmente letras a corto plazo pero también títulos como bonos y acciones incluso en el extranjero. Algunos de estos títulos se podían vender rápidamente en las bolsas y solo el caso de un movimiento violento en contra de los precios de los activos financieros impedía la devolución del capital prestado. Además, el capital propio de estas empresas servía como primera barrera contra su quiebra aunque eran empresas normalmente bastante apalancadas.

Pero subyacente a todo esto está el hecho de que acciones y bonos son emitidos originalmente para financiar inversiones a largo-plazo y, a medida que los bancos depositarios expandían los medios fiduciarios (que sin duda el mercado demandaba) lo hacían, en parte, para financiar indirectamente estos proyectos. Mises podía apuntar el dedo exclusivamente a las emisiones de medios fiduciarios porque virtualmente toda la expansión crediticia se originaba en ellos, cada agente tan solo añadía un poco de iliquidez al sistema poniendo en marcha un ciclo económico. El hecho de que todos estos agentes tengan algún capital propio invertido en el proceso enmascara la situación porque en cada eslabón de la cadena hay siempre una falsa seguridad de que el deudor tiene capital suficiente para cubrir sus responsabilidades en caso de un movimiento de los precios de los activos adverso. Pero el sistema financiero podía estar, y normalmente estaba, profundamente apalancado.

A día de hoy, con los bancos centrales, en teoría, garantizando el sistema bancario y un dinero que no es más que el pasivo de esos mismos bancos centrales, los grandes bancos depositarios pueden dedicarse directamente a descalzar plazos sin siquiera necesitar emitir medios fiduciarios para el efecto (aunque normalmente lo hagan). El banco central puede, en queriendo, otorgar a cualquier banco un crédito puente para cubrir una incapacidad a corto plazo de renovar una deuda utilizada para financiar proyectos a más largo plazo. Puede aceptar como garantía para ese préstamo los títulos financieros que el banco detenga en su activo. Es por este motivo que el descalce de plazos (y otros tipos de descalces como el de divisas) son mucho más visibles a día de hoy, debido al alcance del carry trade dentro del propio sistema bancario.

Los grandes episodios de depresión económica, como la Burbuja del Mississippi, la Gran Depresión, las crisis petroleras de los 70 o la sucesión de burbujas que hemos testimoniado desde los años noventa, están normalmente asociados a sistemas donde el dinero mercancía (un dinero que no es pasivo de nadie) está ausente o escondido en los sótanos de los bancos centrales. No es el objetivo de este trabajo explicar la relación entre estos hechos pero importa destacar que el tipo de instituciones monetarias existentes, o más propiamente, la calidad del dinero que estas producen y la sociedad utiliza es una característica importante a la hora de determinar la extensión de descalces de plazos que el sistema financiero está dispuesto a asumir.

VII. CONCLUSIÓN

En el análisis del ciclo económico los economistas de la Escuela Austríaca son unánimes en apuntar a la expansión crediticia sin ahorro que la respalde como la causa de ese mismo ciclo. Dicho de otra forma, existe una descoordinación, a priori, entre los planes de los ahorradores y los de los inversores. El sistema bancario intenta coordinar estos planes por un lado garantizando los depósitos con una fracción del dinero depositado, por otro utilizando ahorro a determinado plazo para financiar inversiones a plazos más amplios. En ambos casos existe un intento de arbitrar algo que no es arbitrable y la imitación de ese tipo de comportamiento por parte de los varios agentes, atraídos por la posibilidad de ganancias, aumenta las descoordinaciones mientras alimenta la fase de la burbuja en el ciclo. La reserva fraccionaria, en el montante que no se mantiene como reserva, tiene los mismos efectos que los demás descalces de plazos porque es exactamente eso, el préstamo de dinero con vencimiento inmediato para proyectos a mayor plazo. La no existencia de un plazo definido para la devolución de ese dinero tan solo significa que, a cada momento, el banco está encontrando financiación para renovar ese préstamo. Los activos que el sistema bancario utiliza para efectuar ese descalce no son todos idénticos en sus consecuencias. La Teoría Austríaca tan solo ignoró la cuestión del descalce de plazos como entendido por los teóricos de la liquidez por utilizar un modelo simplificado de la realidad en lo cual el tipo de interés es idéntico para todos los plazos. Ese modelo es suficiente para entender que hay una descoordinación entre ahorradores e inversores, por la manipulación del precio del dinero a plazo (tipo de interés) y consecuente alteración de los

precios relativos de los bienes de capital y de consumo en la economía. Pero no acaba de explicarla. La teoría de la liquidez en lo que dice respecto al descalce de plazos, puede y debe ser incorporada en este modelo porque contribuye a su refinamiento.

BIBLIOGRAFÍA

BAGEHOT, W. ([1873] 2010): *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Project Gutenberg.

HAYEK, F. A. (2008): *Prices & Production and Other Works: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.

HUERTA DE SOTO, J. (1998): «A Critical Note on Fractional-Reserve Free Banking», *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 1, N° 4, 25-49.

MISES, L. VON ([1912] 1953): *The Theory of Money and Credit*, Yale University Press, New Haven.

MISES, L. VON ([1949] 2008): *Human Action*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.

RALLO, J. R. (2013): «El descalce de plazos sí es la causa del ciclo económico», www.juanramonrallo.com.

ROTHBARD, M. N. (1963): *What Has Government Done to Our Money?*, Ludwig von Mises Institute, Auburn.

SELGIN, G. (1988): *The Theory of Free Banking: Money Supply Under Competitive Note Issue*, Rowman & Littlefield Publishers, Inc., Lanham.

SELGIN, G. y LAWRENCE, H. W. (1996): «In Defense of Fiduciary Media - or, We are Not Devolutionists, We are Misesians!», *The Review of Austrian Economics*.

SKOUSEN, M. (1990): *The Structure of Production*, New York University Press, New York.

EL PRINCIPIO DE CONSERVACIÓN DE LA EMPRESA INSOLVENTE

JOSE MARÍA DE LA CUESTA RUTE

Resumen: La ponencia comienza por preguntarse si hay razones justificadas desde las posiciones de la Escuela Austriaca de Economía para sostener la pertinencia de un principio general jurídico sobre la conservación o continuación de la empresa insolvente en los términos del derecho concursal. La pregunta viene determinada porque es opinión jurídica dominante incluso con referencia a los sistemas de derecho comparado la de que la empresa debe conservarse antes de que tenga que liquidarse.

Se trata en la ponencia de si realmente los numerosos intentos legislativos dirigidos a supuestas reestructuraciones se pueden considerar conservativos de la empresa propiamente tal según las aportaciones de la escuela Austriaca. Pero también en segundo lugar de si lo que se afirma ser conservación de la empresa debe convertirse en un objetivo general o sí, por el contrario debe relativizarse según las circunstancias de cada caso. La ponencia que se adhiere a esta segunda posición considera que la posibilidad de conservación se alcanza a partir de la clásica distinción entre convenio y liquidación en el concurso sin necesidad de ninguna invención supuestamente reestructuradora.

Palabras claves: conservación de la empresa, continuación de la empresa, reestructuración de la empresa, preconcursalidad, liquidación de la empresa.

I. INTRODUCCIÓN

Quiero manifestar ante todo mi agradecimiento a los organizadores del Congreso por permitirme participar y presentar esta ponencia que trata

especialmente de un problema jurídico como pone de manifiesto su título. En efecto, se trata de saber si la institución jurídica del concurso, organizada en referencia a la incapacidad del patrimonio de un deudor para atender el cumplimiento de una pluralidad de deudas frente a distintos acreedores (insolvencia) ha de sujetarse a un “principio general” de conservación de la empresa en los supuestos en que el patrimonio insolvente estuviese afecto al desarrollo de una actividad empresarial¹. Si tal “principio” existiera parece que debieran patrocinarsse fórmulas jurídicas distintas del concurso siempre que este implicase la pulverización o desarticulación de los elementos constitutivos del patrimonio empresarial que llevará consigo la extinción de la empresa, supuesto, a su vez, que ésta se concibiera como conjunto de bienes organizados a los fines de la producción². En todo caso, interesa también clarificar desde ahora que el concurso no necesariamente provoca la desintegración de la empresa entendida como acabamos de decir.

Por otra parte me parece oportuno justificar mi presencia en este Congreso ante la comunidad jurídica a la que me honro en pertenecer. Entiendo que el derecho en general ha de atenerse a la naturaleza de la realidad material a la que se refieren las normas y las instituciones jurídicas para que puedan ser, unas y otras, útiles al hombre. Nótese que con esto no niego la necesidad de que el derecho opere con conceptos y principios propios, pero sí afirmo que unos y otros o se acuñan en el caso del derecho patrimonial, como es el mercantil, al servicio de la realidad económica o aquellos conceptos y principios serán por completo inútiles.

¹ A partir de la Ley Concursal de 2003 vigente la institución del concurso es única y, por lo tanto encuentra aplicación cualquiera que sea la condición del titular del patrimonio insolvente. Naturalmente que si el deudor no fuese empresario no se plantearía el problema de que en esta Ponencia se trata.

² Conviene que quede claro desde el principio que para nosotros los juristas el constitutivo esencial de la empresa tiene un carácter objetivo y reside en el modo de estar organizados los elementos patrimoniales integrantes de lo que llamamos “establecimiento” o “negocio”. Para conocer el modo como los juristas abordamos los problemas relativos de la empresa siguen siendo esencial, Rubio, (1969), pp. 460-538.

Supuesta la necesidad de que las obligaciones, tanto contractuales como extracontractuales, se cumplan en su integridad, lo que lleva implícita la *puntualidad* en el cumplimiento, el derecho articula la institución del concurso para cuando el cumplimiento puntual de las obligaciones de un deudor no es posible ya sea porque no existen activos líquidos suficientes ya sea porque no existen activos de suficiente valor. En este sentido, el concurso va dirigido siempre a una reestructuración patrimonial. Que puede llegar hasta hacer líquido el importe de los activos para destinar ese importe al pago de los acreedores con arreglo al tratamiento paritario de todos ellos. Necesariamente la finalidad solutoria del concurso no tiene por qué considerarse que sólo se puede conseguir por la distribución del valor de los activos patrimoniales entre los pasivos del patrimonio referidos al instante en que el proceso de concurso se declara por el juez competente. Desgraciadamente, esta miope visión de la función *solutoria* del concurso influye en la consideración de que la verdadera solución concursal se encuentra en la liquidación del patrimonio del deudor, entendiendo por liquidación la realización del valor de los activos patrimoniales para destinar su importe al pago de las obligaciones. Sin embargo, ya el legislador español de 1829 advirtió que la función solutoria podía ser satisfecha también por medio de un pacto, fruto de la autonomía de la voluntad, entre el deudor y sus acreedores que reestructurase el patrimonio de aquél. De esta manera, se insertó el *convenio* en el concurso como solución alternativa a la liquidación pero siempre con fines de pago. Desde ese momento tiende a vincularse por la doctrina el convenio con una finalidad conservativa de la actividad productiva del deudor por confiar en que los retornos que pueden esperarse de dicha actividad acrecerán el importe destinado al pago de las deudas. La vinculación al pago de las deudas de los retornos de la actividad productiva del deudor permite que la mirada se desplace desde la auténtica finalidad solutoria a una finalidad conservativa sin apreciar que ésta es tan solo una finalidad medial y que, consiguientemente, se ordena al fin único y verdadero de la mayor satisfacción de los derechos de crédito de los acreedores.

Pero puestos ya en esta senda, es hasta cierto punto explicable que se piense en la conveniencia de poder llegar a una solución convencional entre el deudor y los acreedores antes incluso del momento en que los activos patrimoniales se muestran irremediabilmente insuficientes para atender los

pasivos. De ahí los esfuerzos efectuados desde el siglo XIX destinados a la búsqueda de un momento anterior a aquel en que debe ya declararse el concurso del deudor pensando en que en ese momento anterior se podrán mantener mejores expectativas de retornos puesto que el patrimonio del deudor permanece todavía en la solvencia. Esto es lo que hasta el presente late en las propuestas de *preconcurso*.

No hay que decir lo quimérico que resulta la búsqueda del momento preconcursal al que me refiero. Esa búsqueda rememora la del Santo Grial. No hace falta ser un psicólogo social para advertir lo infructuoso que resultara buscar aquella pretendida fecha puesto que, de hecho, no existirá deudor que, estando todavía *in bonis*, prevea su insolvencia como irremediable puesto que, incluso en el caso de plantearse como posible, la considerará desde luego remediable mediante nuevos endeudamientos y nuevos compromisos en general. Estos intentos agravarán todavía su situación de insolvencia con perjuicio de los acreedores de fecha anterior a la que se contraen los nuevos compromisos ya que los nuevos recursos financieros se habrán obtenido en condiciones económicas sumamente onerosas. De aquí precisamente que esta experiencia haya determinado en todos los momentos históricos tanto, de un lado, un agravamiento de la calificación de la conducta del deudor capaz de merecer incluso sanciones penales como, de otro, la posibilidad de impugnar aquellos actos de endeudamiento desesperado. Se comprenderá que me ratifique en considerar quimérica la búsqueda de una fecha previa a la situación de insolvencia que pueda marcar el cambio de tendencia patrimonial del deudor.

Sin duda que la constatación de este hecho propició ya en el siglo XIX que se diferenciase entre una institución, *quiebra*, vinculada a la insolvencia irremediable y otra, *suspensión de pagos*, para las situaciones de iliquidez o de insolvencia provisional o remediable. Este intento, que se hizo patente mediante la reforma del Código de Comercio de 1885 por Ley de 1897, también fracasó en la práctica como no podía ser de otra manera y la situación quiso remediarse mediante la Ley de Suspensión de Pagos (LSP) de 1922 que, contra el parecer de eximios juristas³, jamás se atuvo en las

³ Por todos, especialmente, Garrigues a lo largo de toda su obra.

practica a un presupuesto patrimonial objetivamente distinto del previsto para la quiebra⁴.

Puesto que la suspensión de pagos tenía por objeto obtener bajo el amparo judicial un convenio entre el deudor y sus acreedores se transfirió indebidamente a la suspensión de pagos la finalidad conservativa de la empresa que venía reconociéndose como posible desde hacía un siglo. Lo cierto es que la LSP no impedía que el convenio consistiera o en la cesión de la empresa en el sentido de establecimiento, con lo que se producía el cambio de empresario, o en la liquidación por separado de los bienes que integraban ese establecimiento, con lo que desaparecía éste como tal. Además el hecho de que la obtención de un convenio firme pusiese fin al procedimiento judicial de suspensión de pagos tenía como consecuencia que quedase el cumplimiento del convenio al margen de todo control judicial que tampoco pues se extendía al modo como terminaba distribuyéndose el importe de la realización de los bienes entre los acreedores ya que para éstos resultaba más costoso persistir en su pretensión que abandonarla una vez percibidas las primeras derramas que era todo lo que habitualmente se llegaba a percibir.

Puesto que los juristas decimos⁵ que la empresa se conserva cuando se mantienen organizados los elementos integrantes del patrimonio empresarial (establecimiento o negocio) del mismo modo que se encontraban al tiempo en que se manifestó la insolvencia, resulta que tampoco el *convenio concursal* es la única forma de conservación de la empresa porque la *liquidación concursal*, es decir la disposición de los bienes de su activo debe realizarse no aisladamente sino por unidades productivas.

Planteadas de este modo las líneas de mi Ponencia, procede que establezcamos el plan de su exposición. En primer lugar, corresponde despejar la cuestión de si se puede decir que la conservación de la empresa

⁴ De la Oliva- De la Cuesta (1977), pp., especialmente, 645-647

⁵ Ese modo de entender la conservación de la empresa se acepta solo provisionalmente ya que habrá de ser objeto de análisis a la luz del concepto de empresa que se desprenda del modo como la doctrina austriaca entiende el fenómeno empresarial.

insolvente constituye un “principio general del derecho” que ha de operar necesariamente por tanto en relación con el concurso. Deberemos atender también a si la supuesta conservación de la empresa se vincula o no necesariamente a la solución convenida en el concurso, y, todavía en el caso de que la respuesta fuese afirmativa, si no es económicamente más aconsejable anticipar una solución convencional entre el deudor y los acreedores que pueda perfeccionarse y contraerse al margen del proceso de concurso. Naturalmente que el desarrollo de estas últimas cuestiones ha de apoyarse en las nociones de empresario y empresa que suministra la ciencia económica austriaca.

Con este propósito hora es ya de que iniciemos el desarrollo propiamente dicho de nuestra Ponencia.

II. EL CONVENIO COMO FRUTO DE LA AUTONOMÍA DE LA VOLUNTAD

En ningún momento de la historia, como es perfectamente natural, se ha excluido el tratamiento de los remedios de la insolvencia del deudor del ámbito de la autonomía de la voluntad del deudor y de los acreedores. Ni aun en los Ordenamientos con mayor tradición respecto de las “reorganizaciones” (como, p.ej. USA) se excluye el juego de la voluntad de los interesados. Y ha de advertirse que la voluntad del deudor impera autónomamente incluso respecto de si se somete la solución del concurso a un convenio con sus acreedores o si quiere excluirse ese remedio para acceder directamente a la liquidación concursal. Por parte de los acreedores, constituyendo su voluntad una voluntad que podemos considerar “colectiva” y que por consiguiente ha de formarse sobre la base de principio de mayorías, se puede ser más o menos exigente respecto del número y significación crediticia de los acreedores que formarán la mayoría en cada caso, pero siempre se ha de contar con la voluntad de todos. Basta, pues, con que la mayoría no se consiga para que tenga que encauzarse el concurso por la línea de la liquidación.

Siendo esto así, es indiscutible que no puede hablarse de que la conservación de la empresa es un “principio general del derecho” relativo al concurso⁶. Y esto incluso se proyecta sobre el convenio concursal propiamente dicho. Por otro lado, a veces, partiendo de la vinculación de la conservación de la empresa al convenio, se destaca su preferencia por la propia LC sobre la solución liquidatoria. Pues bien, gracias a lo dicho anteriormente, a este nuevo argumento hemos de contestar que es obvio que para que un convenio destinado al pago de los acreedores pueda ser concluido dentro del proceso del concurso como alternativa a la liquidación del patrimonio es necesario adaptar los trámites del proceso a esa posibilidad. Es claro que las normas de la ley relativas al convenio deben contar con un espacio temporal en que éste pueda concluirse con eficacia. En este sentido, la propia LC ya en su reacción original se refería a que el deudor al pedir la declaración de su concurso podía acompañar a su solicitud una “propuesta de convenio” que había de contar con la adhesión de un mínimo de acreedores previsto por la ley. Sucesivas reformas (especialmente la de 2009) van dirigidas a anticipar la tramitación del convenio dentro siempre, claro está, del proceso del concurso, es decir, de un proceso que se ha iniciado sobre el presupuesto de la insolvencia del deudor. Por simple lógica las disposiciones referidas a la liquidación concursal han de posponerse a las relativas a la posibilidad de concluir un convenio. Con esto quiero subrayar que no es legítimo invocar esa disposición sistemática de la LC para concluir su inclinación a la solución convencional antes que a la liquidatoria. Y, por otra parte continúa siendo válido que la conservación de la empresa, entendida del modo que sabemos, no sólo puede obtenerse mediante un convenio.

En este momento hemos de concluir como consecuencia de lo propuesto que, ni siquiera vinculada al convenio puede hablarse que la conservación de la empresa constituya un principio general de nuestro derecho, por consiguiente, en modo alguno hemos de proceder los juristas como si lo fuese. Podría discutirse si la tan repetida conservación constituye una

⁶ Los principios generales del derecho son, de acuerdo con nuestro Ordenamiento, fuentes del derecho y, por consiguiente, tienen carácter objetivo y no dependiente de la voluntad de ningún sujeto.

finalidad o un fin. Ya antes he anticipado que tal puede ser siempre la consideremos un fin medial, una finalidad para algo; y en nuestro caso ese algo solo puede concebirse en torno a la mayor satisfacción de los derechos de los acreedores.

III. LA LIQUIDACIÓN NO IMPLICA LA EXTINCIÓN DE LA EMPRESA

No olvidemos que la finalidad medial a que acabo de referirme puede ser alcanzada igualmente mediante la liquidación concursal. La ley concursal nunca ha podido servir de fundamento para sostener que la liquidación lleva necesariamente a la extinción de la empresa, entendida como sabemos. Y ello fundamentalmente porque en la liquidación no todo el derecho que le afecta es de orden imperativo (como lo era en el derecho antiguo que imponía además la subasta judicial como instrumento de la enajenación) sino que también juega el derecho dispositivo en la medida en que pueden establecerse *planes de liquidación*. Por si fuese poco, además, incluso en ausencia de un plan de liquidación, imperativamente ordena la ley que ella se practique dando preferencia a la conservación de las unidades productivas⁷.

También ahora hemos de concluir que la liquidación efectuada mediante la disposición del patrimonio por agregados constitutivos de unidades productivas no implica un principio general del derecho propiamente dicho que modulase el supuestamente dirigido a la conservación de la empresa ya que ese modo de disposición de los activos obedece al hecho de la experiencia de que resulta el más ventajoso de los posibles en cuanto a su resultado crematístico.

IV. LAS MÚLTIPLES Y SUCESIVAS REFORMAS DE LA LEY CONCURSAL EN BÚSQUEDA DE SOLUCIONES PARACONCURSALES

Pues bien, así las cosas, seguramente por el aparente fundamento doctrinal suministrado por una gran parte de los autores, ha seguido influyendo en

⁷ De la cuestión me he ocupado especialmente en, De la Cuesta, (2006) *passim*.

el pensamiento del legislador la idea de la necesidad de hacer sobrevivir la empresa insolvente. Abandonada afortunadamente la búsqueda de la determinación de un preciso día previo a la situación de impotencia patrimonial de la empresa para hacerlo la fecha en que se pueda recurrir a remedios “preconcursoales” capaces incluso de evitar el concurso, se acomete ahora la tarea de la búsqueda de remedios “paraconcursoales” que han de estar disponibles para cuando, resultando obligado el concurso, por las circunstancias del caso puede ser evitado con el fin de salvar la empresa de su extinción. Aquí se encuentra el germen de la argumentación dirigida a la búsqueda de los “escudos protectores” como nuevo Grial. La expresión “escudos protectores” está llena de significado. Por lo pronto hace referencia a que la solución paraconcursoal consiste sustancialmente en un régimen paccionado entre el deudor y sus acreedores concluido en el tiempo en el que ya la situación patrimonial del deudor requería el remedio concursoal propiamente tal. Luego es posible que aun con el pacto paraconcursoal no se excluya el concurso y supuesto que el concurso se traduce en la reintegración de la llamada masa activa, que es la masa patrimonial afecta al pago de las deudas, esta reintegración incluiría la impugnación del pacto paraconcursoal de no ser especialmente protegido. Se precisa entonces de “escudos protectores” que hagan que el régimen paccionado al que me vengo refiriendo no pueda ser objeto de impugnación, revocación o rescisión.

En vista de esta pretensión de permitir la celebración de pactos y de protegerlos frente a la resolución concursoal, se sucede una serie de reformas de la LC de 2003, vigente desde el año 2004, a partir del año 2009 en que se introducen como solución paraconcursoal los “acuerdos de refinanciación” cuyo régimen se reforma en el año 2011 y en el año 2013 para robustecerlos. En ese mismo año se introduce el acuerdo extrajudicial de pagos como figura distinta de los acuerdos de refinanciación ya que estos últimos se podían entender asequibles solo para las empresas grandes y, en todo caso, afectaban a los acreedores financieros. En 2014 se introducen todavía nuevas reformas sobre los acuerdos de refinanciación y en el año 2015, reformas en el acuerdo extrajudicial de pagos.

Todo este increíble y farragoso proceso, expresión de la “legislación motorizada” que de tan de prisa como va la moto ni siquiera deja huella ni experiencia de su paso, todavía se mantiene al margen de otras reformas en

2009, en 2014 y en 2015 relativas al convenio y la liquidación también con el fin de conservar la empresa insolvente pero viable.

Nótese, pues, que se ha establecido en nuestro ordenamiento el criterio de que vale la pena conservar la empresa antes que su desaparición y ello tanto sea por las vías propias del concurso, convenio y liquidación, como por las sedicentes vías “paraconcursoales”. Deseo subrayar en este momento que los pactos paraconcursoales se refieren a empresas insolventes pero viables.

V. ¿EXISTE EN NUESTRO DERECHO UN PRINCIPIO GENERAL PROPIAMENTE DICHO DE CONSERVACIÓN DE LA EMPRESA INSOLVENTE Y VIABLE QUE DEBA PROTEGERLA INCLUSO DE SER DECLARADA EN CONCURSO?

Sin perjuicio de las consideraciones que practicaremos ulteriormente sobre el significado de la empresa, niego desde este momento que se pueda hablar con propiedad de un principio general del derecho que presida todas las formulas paraconcursoales que sabemos. Por la sencilla y simple razón de que el remedio “paraconcursoal” también es fruto de la autonomía de la voluntad no solo de los acreedores sino también del deudor y no solo respecto de su contenido sino solo sobretodo de la oportunidad de su celebración. Ni unos ni otro tienen que invocar razones que justifiquen su actitud negativa a la solución paccionada. Desde luego no existe norma jurídica que expresamente imponga a ningún deudor la obligación de procurar un pacto y menos a que continúe la actividad de la empresa. Por lo que se refiere a los acreedores los pactos paraconcursoales se forman, de modo semejante al convenio concursual, mediante necesariamente su manifestación de voluntad. Que por razones obvias se haya de tratar de una voluntad colectiva que se forma por deliberación de todos según el principio de mayoría no supone desconocer que el momento de voluntad de los acreedores está presente aunque se les pueda imponer una voluntad colectiva frente a la que pueden manifestar su hostilidad y aunque en cierto modo el pacto recorte objetivamente su derecho de crédito.

El necesario fundamento de la autonomía de la voluntad del deudor y de los acreedores para los pactos paraconcursoales excluye que pueda afirmarse

que conservar la empresa es el contenido de un verdadero principio general del derecho. Se trata en todo caso de un criterio más o menos favorable del legislador cuyos límites o cuyo alcance solo se puede extraer de la norma que específicamente se refiera a dicho criterio. Precisamente esta razón explica la súper motorizada legislación concursal.

Por las mismas razones que antes se dieron respecto del convenio y la liquidación en el concurso, hay que decir ahora que tampoco se puede hablar de que exista un principio general del derecho sobre conservación de la empresa insolvente pero viable al que respondan los acuerdos paraconcursales y previos al concurso. Pero es indudable que el hablar así nos hace interrogarnos acerca de lo que se quiere decir cuando se habla de conservar la empresa como criterio ordenador tanto del convenio concursal como de los pactos paraconcursales de que venimos tratando. Porque tal parece que, a diferencia de la “conservación” de la unidad productiva en la liquidación, que se refiere al valor monetario en el momento de la liquidación, la conservación de la empresa como contenido de los convenios y pactos expresa algo más. Precisamente expresa la pervivencia de la organización empresarial como fuente de los retornos con los que va a ser posible hacer el pago de las deudas.

De ahí que la conservación no se refiera a cualquier empresa sino a empresa *viable*, es decir, una empresa que pueda gestionarse de tal modo que produzca frutos en cuya expectativa se prefiere conservarla antes que liquidarla. No es necesario decir que la viabilidad de la empresa solo puede estimarse en vista de las circunstancias concretas de cada caso por lo que de nuevo se nos vuelve hacer imposible considerar un principio general de derecho favorable a la conservación de la empresa.

La idea de viabilidad se conecta lógicamente a la capacidad de la empresa para producir los resultados que les son atribuibles. Pero siendo así, es claro que deberemos atenernos a un concepto válido de empresa que nos descubra el sentido de su viabilidad. Y perteneciendo la empresa al orden de los conceptos económicos, el derecho no puede atenerse sino al concepto económico de empresa que resulte más convincente de entre los que suministran las distintas doctrinas económicas.

VI. ¿DE QUÉ SE TRATA CUANDO SE HABLA DE CONSERVAR LA EMPRESA?

En mi opinión, para contrastar la cual me he permitido invadir su territorio en este Congreso, una noción de empresa verdaderamente fecunda sólo se consigue a partir de la noción de empresario y de la función que cumple y que se conoce como empresarialidad. Nociones que son inseparables de los procesos de mercado cuyas informaciones resumidas en los precios constituyen la base de aquella función consistente en ajustar los fines y recursos mediante la creación de nuevos fines y de nuevos recursos. La empresarialidad así concebida no tiene nada que ver conceptualmente con la que convendría al empresario maximizador robbinsiano⁸. Entendidos la empresarialidad y el empresario del modo propuesto resulta secundario el conjunto de bienes y derechos que se organizan por el empresario a los fines de su función empresarial.

Unos determinados bienes sean capital o, sean servicios personales o sean otros bienes y derechos se conjuntan por el empresario porque necesita contar con ellos en vista de la duración que impone el proyecto del empresario habida cuenta la competencia en el mercado de los bienes y servicios que se generarán como resultado de la actividad empresarial. Esa conjunción por lo demás no es inmodificable puesto que la tarea empresarial exigirá respuesta según sean las reacciones del entorno.

La tarea de coordinación que es fruto de la creatividad del empresario no deja de estar sometida a posible error por lo que el riesgo de padecerlo es constitutivo de aquella tarea, como también lo es, por cierto, la capacidad de reaccionar a causa de lo que se le acredita al empresario como error. El sujeto al que vengo refiriéndome es el "empresario puro" que, por lo mismo, no se confunde con ninguno de los aportantes de recursos, ya sean éstos capital o sea trabajo, que integran la organización empresarial⁹. Es a ese empresario puro al que debe atribuírsele la paternidad del plan de negocio sobre cuya base se determinarán las estructuras organizativas de la empresa que de ninguna manera se justifica que puedan considerarse

⁸ Kirzner, Israel "http://www.eumed.net/cursecon/textos/Kirzner_empresario.pdf"

⁹ Sobre el "empresario puro" Kirzner (1998), pp. 45-99

prevalentes, sino que están subordinadas, al proyecto empresarial. De ahí que un verdadero sistema económico de mercado impone que sean libres los mercados de capitales y los mercados de trabajo.

Interesa subrayar aquí que en los mercados de trabajo, o sea de actividad, ha de incluirse el que consiste en la gestión propia de los managers. El management ha de considerarse incluido porque por mucha que sea la ilustración y las capacidades creativas del manager, éstas han de entenderse distintas cualitativamente y subordinadas a las de empresario puro¹⁰.

Me parece que resulta incuestionable que es al empresario puro a quien se debe atribuir el éxito o el fracaso de la empresa, entendiendo por fracaso la llegada a un punto de crisis financiera que provoca, jurídicamente hablando, el concurso¹¹.

En la consideración del fenómeno empresarial que estimo más convincente, insisto en que resulta completamente subalterno cuanto se refiere al entramado estructural de los distintos factores o recursos conjuntados por el empresario. La organización es un medio para un fin y nunca un fin en sí mismo, que será, en el caso de la empresa mercantil, la producción de bienes y servicios para el mercado. La estructura organizativa determinada

¹⁰ El propio Kirzner (cit. en nota 8 anterior) reconoce que en ciertos casos concurren en la misma o mismas personas las cualidades de empresario puro y aportante de capital destinado a convertirse en bienes de capital así como también puede coincidir la condición de empresario puro y la de manager. Y aunque una y otra coincidencia no están exentas de consecuencias para el estudio de la concreta empresa de que se trate, un análisis general como el que ahora nos ocupa exige no perdamos de vista los perfiles definitorios de empresario puro.

¹¹ Por cierto que el reconocimiento de la *viabilidad* de la empresa fracasada, aparte de no ser más que fruto del voluntarismo, manifiesta desconocer a mi juicio, las verdaderas nociones de empresario y de empresa así como la noción igualmente verdadera de *viable*. De acuerdo con el DRAE, viable es el asunto que “por sus circunstancias puede llevarse a cabo”. Pues bien, la viabilidad de la empresa fracasada sólo puede predicarse en todo caso respecto de la actividad empresarial pero no de los medios organizados en vista de esa finalidad. Pero si pensamos correctamente con arreglo a la concepción austriaca que aquí he aceptado, la inescindibilidad que para el empresario se da entre estructura empresarial y concreta finalidad productiva excluye que pueda hablarse de una viabilidad objetiva única que se deduzca de la viabilidad de esta última.

en concreto durará lo que demande la realización de la función que el empresario se ha propuesto dadas las circunstancias¹².

La preeminencia de la figura subjetiva del empresario en el conjunto del fenómeno empresarial, hace inevitable el preguntarse si puede hablarse en verdad de que se conserva la empresa cuando es sustituido el empresario¹³.

Pero supongamos que, efectivamente, en virtud de los pactos alcanzados con los acreedores, el deudor empresario va a reorganizar su pasivo de modo que le sea posible solventarlo incluso con los retornos que el ejercicio de la actividad que venía realizando le va a procurar en el futuro. No cabe duda de que la continuación de la actividad no deberá mantenerse en los mismos términos en que se ejerció hasta el momento del fracaso. Por lo que será necesario, como ya he anticipado, atenerse en el futuro a un nuevo *plan de negocio*. Y para ello será inevitable introducir cambios en el proyecto de las nuevas coordinaciones empresariales así como en las estructuras organizativas de la empresa. De tal modo que en la hipótesis de que el propio empresario fallido se mantuviera subjetivamente en el ejercicio de la actividad productiva a fin de satisfacer a sus acreedores con los retornos que ella le produjera, los cambios imprescindibles en los elementos objetivos constitutivos de la estructura organizativa empresarial respecto de la que se había ejercido anteriormente la función empresarial habrían necesariamente de haber sido cambiados de tal forma que no podría hablarse de conservación de la empresa¹⁴.

¹²Quizá interese aquí señalar que por lo que se refiere a la estructura organizativa de la empresa es aceptable el recurso a la "teoría contractual" de la empresa. Pero siempre ha de entenderse subordinada a su permanente disponibilidad jurídica, lo que implica cambios. De ahí que insista en sostener la rigurosa necesidad de la apertura de los mercados de capitales y de trabajo, junto por supuesto con el de "componentes", a fin de que sea una realidad la capacidad de reacción del empresario ante las cambiantes circunstancias de su entorno.

¹³ La cuestión fue tratada por mí en 2005. Por otro lado, quizá convenga recordar que no se trata aquí propiamente de cuestiones vinculadas a la conservación de las relaciones laborales que permiten hablar de *continuación* de la empresa a esos efectos. Esa es una cuestión distinta a la que es objeto de ésta Ponencia.

¹⁴ Me permito señalar ahora que no es completamente exacto decir que la reestructuración o reorganizaciones empresariales se ordenan a la conservación de la

Por otro lado, los cambios en la estructura organizativa resultarían inevitables para cualquier sujeto que, por cualquier vía (convenio, la liquidación concursal o incluso pactos previos al concurso) se hiciera con los elementos objetivos organizados por el anterior empresario deudor. Porque, insisto, el agregado constitutivo de la organización empresarial no es un bien de la naturaleza, sino que resulta de las conexiones establecidas voluntariamente por el empresario a los fines empresariales pretendidos. Siendo así que estos fines empresariales han quedado por definición frustrados, lo que en buena parte habrá acontecido precisamente por el erróneo cálculo en cuanto a la agregación de aquellos bienes organizados, el nuevo empresario, por mucho que asuma o se subrogue jurídicamente en la posición del anterior empresario, no debe verse privado de la posibilidad del cambio en la estructura organizativa. Cualquier traba para poder formular el oportuno cambio contradice en el orden lógico la finalidad de conservación de la empresa.

VII. CONCLUSIÓN FINAL

Las conclusiones obtenidas hasta aquí nos llevan a subrayar la impropiedad de hablar de un “principio de conservación de la empresa”. Y no solo porque, positivamente, no pueda hablarse de que exista un verdadero “principio general” ni tampoco porque aquello de que se predica la “conservación” no sea propiamente la empresa, sino sobre todo porque, negativamente, se oculta la finalidad que se persigue lograr mediante el uso de la locución tan repetida de referencia. Es indudable que algo de la estructura organizativa empresarial será objeto de conservación¹⁵ pero ese algo de ninguna manera puede considerarse la empresa ni como un todo ni tampoco siquiera como ninguno de sus aspectos. Solo se podría considerar así de aceptar el concepto de empresa que se deduce de la concepción neoclásica de la economía que, de una parte, se sustenta en este aspecto en

empresa. Ni siquiera lo es, desde el punto de vista jurídico. Pues la organización, agregado organizado que pueda considerarse empresa, no podrá de ninguna manera mantenerse invariable.

¹⁵ Vid. notas 13 y 14 anteriores.

la idea del equilibrio paretiano y, de otra, sus desarrollos pueden resumirse aquí tanto en la noción del empresario *maximizador* como, en general, en su fundamento en la teoría de *juegos de suma cero*.

Pero la idea de conservación de la empresa se adecúa también a consideraciones estrictamente económicas como la de que es más favorable, por menos costoso, mantener determinados agregados de la organización empresarial primitiva que efectuar una nueva reasignación de recursos. Si esto fuese así, sería innecesario plantearse toda la inacabable serie de fórmulas pactadas de que hemos tratado puesto que la cuestión se resolvería jurídicamente sobre la base de las normas de la liquidación concursal propiciadoras de la enajenación del agregado empresarial por partes constitutivas de unidades productivas. Como unas disposiciones así se mantienen, por fortuna, en nuestro ordenamiento, no podemos dejar de concluir que otros son los fines que se persiguen mediante la pomposa alusión a la conservación de la empresa, que no sirve entonces más que para ocultar su significado real.

No nos engañemos ni dejemos tampoco que nos engañen. La famosa conservación de la empresa sirve para un fin que poco tiene que ver con el auténtico problema que plantea la insolvencia patrimonial del empresario. Porque se refiere a un supuesto "interés común" en esa conservación. Pero si quiere tener algún sentido debe reconocérsele que consiste en la práctica de la "política social" dirigida a mantener determinado porcentaje de puestos de trabajo que la empresa anterior representaba. Se trata de una nueva manifestación de la insaciable arrogación de potestad por parte de los poderes públicos con absoluto desprecio, una vez más, de la realidad de que no es al Estado al que corresponde procurar los puestos de trabajo. Su intervención en este caso, como en general en todos los demás, representa el mayor obstáculo para la generación de puestos de trabajo por parte de quienes pueden procurarla, que son los empresarios y sobre la base de los recursos monetarios que deben permanecer en manos de sus propietarios y bajo su decisión de financiar las actividades empresariales que consideren oportunas. En la medida en el que el Estado expolia a estos posibles financiadores de sus recursos de capital con el pretexto absolutamente infundado de destinarlo a "políticas sociales" priva de medios a quien sería empresario puro para ejercer su función empresarial que es la verdaderamente creadora de puestos de trabajo, aparte de prestar otros

servicios a la sociedad según ésta los requiere de verdad y no según interpretan los ingenieros sociales que nos engañan bajo la estúpida referencia a las “políticas sociales”.

Créanme que me satisfará enormemente que me contraargumenten con razones económicamente bien fundadas que dejen patente la preferencia de conservar la empresa en crisis a su desaparición a fin de excluir los costes inherentes a la reasignación de recursos que implicaría la extinción de la empresa. Aunque en todo caso creo quedarían incólumes las razones aducidas por mí de si puede decirse con razón que una empresa se conserva si cambian el plan de negocios o su ejecutor y, en consecuencia, también la disposición de los elementos organizados a los fines empresariales. Y, en todo caso y como conclusión final, si desde el punto de vista jurídico está justificado el sacrificio de los derechos de los acreedores que, no nos engañemos, representa una afrenta al derecho de propiedad, al derecho de contratos y al principio de la responsabilidad patrimonial, constitutivos del marco jurídico del sistema de mercado (recuerdo el artículo 38 Constitución Española) máxime si se pone ese sacrificio al servicio de algo que, en cuanto no debe proponerse alcanzar el Estado, sólo conduce a su repudiable aumento de tamaño.

BIBLIOGRAFÍA

DE LA CUESTA, J. M. (2005): «El convenio concursal y la conservación de la empresa», en *Estudios sobre la Ley Concursal. Libro homenaje a Manuel Olivencia*, Vol. 4, Marcial Pons, Madrid, pp. 4483-4507.

DE LA CUESTA, J. M. (2006): «La liquidación concursal como solución rigurosamente alternativa al convenio concursal», en *Estudios de Derecho Concursal*, Marcial Pons, Madrid, pp. 349-368.

KIRZNER, I. (1986): «El empresario», en *Lecturas de Economía Política*, vol. I, Unión Editorial, Madrid.

KIRZNER, I. (1998): *Competencia y empresarialidad*, Unión editorial. Madrid, *passim*.

DE LA OLIVA, A. y DE LA CUESTA, J. M. (1977): «Algunas orientaciones para reforma del Derecho Concursal», *Revista de Derecho Procesal Iberoamericana*, nº II-III, pp. 641-658.

RUBIO, J. (1969): *Introducción al Derecho Mercantil*, Nauta, Barcelona, pp. 460-53.