



Introducción a la Reestructuración Financiera

*Daniel Paredero del Bosque
Septiembre 2020*

® Este documento ha sido elaborado por el profesor Daniel Paredero para el Instituto de Empresa. Todos los derechos sobre el mismo quedan reservados y su publicación total o parcial prohibida sin el consentimiento del autor o del Instituto de Empresa

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN

II. REESTRUCTURACIÓN OPERATIVA VS. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

III. REFINANCIACIÓN VS. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

El concepto de refinanciación de deuda

Las razones por las que las compañías refinancian su deuda

Herramientas de refinanciación –instrumentos de “upside”

IV. LA REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y SUS CLAVES DE ÉXITO

El concepto de reestructuración financiera

El concepto de deuda sostenible

Herramientas de reestructuración: el proceso de reducción de deuda y desapalancamiento

Otras herramientas de reestructuración

Las ventajas de la reestructuración financiera

Cómo llevar a cabo una reestructuración financiera: los 8 principios básicos

I. INTRODUCCIÓN

El concepto de *reestructuración financiera* no es un concepto ampliamente difundido y claramente definido, y en demasiadas ocasiones he constatado que este término ha sido, y sigue siendo, utilizado erróneamente. Y no sólo por la prensa generalista y económica, sino también por banqueros y otros profesionales que tienen un papel relevante en la industria de servicios financieros.

Esta es la razón principal por la que, al tratar de explicar en qué consisten las *reestructuraciones financieras*, me parece especialmente útil establecer primero lo que no son. Aunque comparten algunas similitudes con otro tipo de transacciones, como las reestructuraciones de índole operativa o las operaciones de refinanciación, la *reestructuración financiera* tiene características definitivamente diferentes, a pesar de la confusión general de estos términos.

II. REESTRUCTURACIÓN OPERATIVA VS. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

Una *reestructuración financiera* no es una *reestructuración operativa*.

Una *reestructuración operativa* consiste en la identificación de las causas del bajo rendimiento en una empresa y el diseño e implementación de una estrategia y de un plan de acción adecuados para mejorar sus resultados operativos y sus flujos de tesorería. La *reestructuración operativa* no tiene que ver con la estructura de capital de una empresa (es decir, el importe y estructura de su deuda y de sus fondos propios), sino más bien con la resolución de ineficiencias que, en definitiva, estén afectando negativamente a su EBITDA¹ o a sus flujos de caja operativos o de inversión. Las medidas a tomar bajo el paraguas de una *reestructuración operativa* podrían incluir, entre otras, las siguientes acciones:

- La revisión y el cierre de productos o áreas de negocio no rentables
- La revisión de los mercados de la empresa y la toma de decisiones en torno a la expansión o internacionalización del negocio de la empresa
- La alineación de la base de costes de la empresa con su base de ingresos.
- Medidas de reducción de costes laborales, incluyendo despidos de personal
- La introducción de mejoras en el capital circulante de la compañía, incluyendo la optimización de la gestión de stock y del proceso de cobros y pagos
- Cierre o venta de actividades no estratégicas
- Fortalecimiento del equipo directivo

Por su parte, una *reestructuración financiera* está intrínsecamente vinculada a la estructura de capital de una empresa. En otras palabras, pretende hacer frente a una situación de excesivo endeudamiento en dicha empresa. Una *reestructuración financiera* afectará directamente a los costes financieros, los flujos de caja de financiación y la estructura de capital de una empresa, pero no al resto de las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias o del flujo de caja, que sólo se verán afectadas indirectamente por la *reestructuración financiera*.

¹ EBITDA: Resultado antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, según sus siglas en inglés

III. REFINANCIACIÓN VS. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA

Una *reestructuración financiera* no es una *refinanciación* de deuda.

El concepto de refinanciación de deuda

El término *refinanciación* se confunde con frecuencia con el término reestructuración financiera, dado que ambos conceptos comparten similitudes y herramientas. De hecho, muchas transacciones de este tipo incluyen una combinación de aspectos de refinanciación y reestructuración. En otras palabras, en muchos casos no hay una línea claramente definida entre ambos conceptos.

Una operación de *refinanciación* podría definirse como el proceso mediante el cual se obtiene **una nueva financiación para sustituir a la existente**. Es importante señalar que en una refinanciación el importe de deuda no cambia (mientras que en una reestructuración financiera sí). Dicha nueva financiación debería proporcionarse en condiciones estándar de mercado (en cuanto a vencimiento, tipo de interés o margen, y resto de condiciones de financiación).

Razones por las que las empresas refinancian su deuda

Existen 3 razones principales por las que una empresa puede decidir refinanciar su deuda:

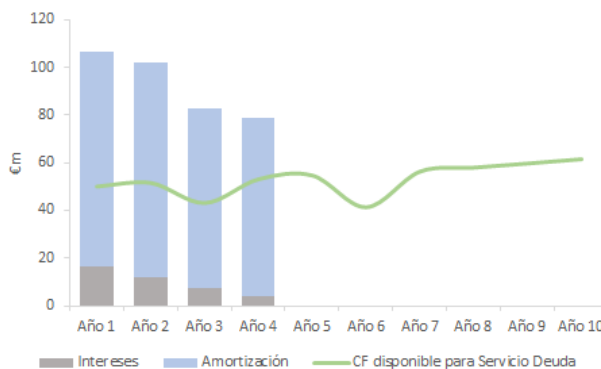
- **Mejora de las condiciones de financiación:** búsqueda de mejoras en el coste de financiación (tipos de interés o márgenes), calendarios de amortización más cómodos o mayor flexibilidad en el resto de condiciones contractuales de la financiación existente (covenants financieros y no financieros). Este tipo de *refinanciación* suele ser realizado por empresas que han mejorado sus resultados o sienten que las condiciones del mercado de financiación han mejorado, y quieren aprovechar dicha situación.
- **Refinanciación prevista:** en determinadas operaciones de financiación, un activo puede financiarse con un vencimiento que es claramente más corto que el período de amortización subyacente de ese préstamo en particular. Por ejemplo, un préstamo de 7 años concedido para la construcción de una autopista de peaje, cuyos flujos de efectivo proyectados se espera que devuelvan el préstamo en su totalidad en no menos de 20 años. En este caso, el préstamo deberá ser refinanciado en el año 7 o antes. Este tipo de financiación también se conoce como financiación "mini perm" y también se utiliza comúnmente en el sector de financiaciones inmobiliarias (Real Estate Finance o REF).
- **Calendario de amortización o vencimiento:** Una tercera situación de *refinanciación* puede producirse cuando una empresa encuentra dificultades para hacer frente al calendario de amortización de sus obligaciones financieras. Este es probablemente el caso en el que los términos *refinanciación* y *reestructuración financiera* son más comúnmente confundidos entre sí. **En una operación de refinanciación, el importe de la deuda refinanciada permanece intacto.** Solamente se modifican los términos de la deuda, como pueden ser el vencimiento, calendario de amortización, covenants o tipos de interés.
En principio, **una operación de refinanciación debe estructurarse en condiciones de mercado.** Por ejemplo, si los préstamos corporativos disponibles para operadores del sector de telecomunicaciones normalmente no superan un plazo de vencimiento

(contractual y subyacente) de 6 años, las condiciones de refinanciación de una empresa de telecomunicaciones no deberían, en teoría, exceder dicho plazo.

Sin embargo, a menudo se encuentran situaciones de *refinanciación* en las que no es posible cumplir con las condiciones estándar de mercado y, por otra parte, la situación del prestatario no está tan deteriorada como para ser necesaria una *reestructuración financiera*. En estos casos, es posible que los bancos prestamistas no tengan muchas opciones disponibles y necesiten mostrar cierto grado de flexibilidad en las condiciones de refinanciación.

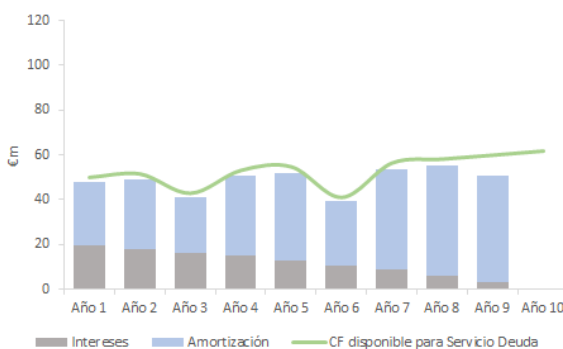
Ejemplo: La empresa de telecomunicaciones A tiene un flujo de caja futuro esperado en el rango de 50 millones de euros (representado por la línea verde en la Fig. 1), que es insuficiente para cumplir con sus obligaciones de servicio de la deuda en los próximos 4 años.

Fig. 1 - Imposibilidad de afrontar el calendario de amortización



En este caso, el endeudamiento actual de la empresa A podría ser refinanciado a través de un único préstamo con un calendario de amortización extendido en el tiempo, que se ajusta mejor al perfil de generación de flujo de caja de la empresa.

Fig. 2 - Calendario de amortización después de la refinanciación



Desafortunadamente, en este caso, el nuevo préstamo refinanciado tendría un vencimiento de unos 9 años, periodo que superaría las condiciones estándar de mercado para la financiación de la industria de telecomunicaciones.

En la mayoría de situaciones de este tipo, las instituciones crediticias normalmente mostrarían suficiente flexibilidad para proceder a aprobar el acuerdo de *refinanciación*.

Debemos tener en cuenta que en este caso, los prestamistas no tendrán muchas opciones alternativas disponibles, dado que:

- El préstamo se realizó en el pasado, probablemente sobre la base de unas expectativas de generación de flujo de caja más optimistas, que no se han cumplido. En otras palabras, los prestamistas ya están "atrapados" con la deuda del prestatario.
- Los prestamistas difícilmente encontrarán ninguna otra institución que los sustituya, a menos que vendiesen su deuda en el mercado secundario, y normalmente aplicando un descuento, lo cual les produciría una pérdidas inmediatas.
- La situación del prestatario no está excesivamente deteriorada todavía. Si las cosas salen según lo esperado, después de 3 a 4 años, el importe de deuda en la empresa de telecomunicaciones se habrá reducido a un nivel que ya podrá ser refinanciado por terceros prestamistas. En otras palabras, todavía no estamos ante una situación de reestructuración financiera.

Herramientas de refinanciación – instrumentos de “upside”

El hecho de que las entidades prestamistas hayan acordado refinanciar el préstamo y, por lo tanto, hayan facilitado una nueva estructura de amortización para la empresa de telecomunicaciones A, que se ajusta mejor a su perfil de flujo de caja, probablemente ha aumentado las probabilidades de repago. Sin embargo, esto no significa que los prestamistas estén plenamente satisfechos con la situación. De hecho, ahora se ostentan una posición peor que la que tenían en el momento en que inicialmente proporcionaron el préstamo:

- La compañía no ha cumplido con sus expectativas iniciales de generación de flujo de efectivo.
- El equipo directivo probablemente haya estado distraído durante los últimos meses por las dificultades financieras de la empresa y las negociaciones con los prestamistas.
- La compañía probablemente esté ahora en una situación relativa peor frente a sus competidores, como resultado de un largo período de escasez de liquidez, que puede haber afectado a sus planes de inversión en marketing, I+D o activos fijos, a la moral de sus empleados o incluso a la relación con sus clientes y proveedores.
- El vencimiento del préstamo excede los estándares del mercado, lo que implica un mayor nivel de riesgo para los prestamistas (más cosas pueden salir mal en un período de tiempo más largo), y como consecuencia, un mayor nivel de activo ponderado por riesgo en su balance y un impacto negativo en sus coeficientes de capital.

Con el fin de compensar esa posición deteriorada, los bancos normalmente cobrarían comisiones (comisiones de refinanciación, comisiones de gestión, etc.) y/o aumentarían el tipo de interés o el margen de la financiación. Sin embargo, en situaciones de dificultades de liquidez como la sufrida por nuestra compañía de telecomunicaciones, probablemente no sea la mejor idea poner una carga adicional sobre los maltrechos hombros de la compañía.

En su lugar, se pueden utilizar otro tipo de herramientas, con el objetivo de compensar a los prestamistas por el riesgo adicional incurrido, y al mismo tiempo, preservar la posición de liquidez de la empresa en este momento crítico.

En los casos de *refinanciación*, las comisiones que normalmente se cobrarían en el momento de firma de la refinanciación (comisiones iniciales o *upfront fees* en inglés), pueden ser sustituidas por comisiones que, aún siendo más altas, únicamente se cobrarían cuando la deuda fuese reembolsada o refinanciada por terceros (**comisiones finales** o *back-end fees* en inglés), es decir, si las cosas finalmente han ido según lo esperado y la empresa ha sido capaz de desapalancarse.

Otra posibilidad es la firma de **acuerdos de participación en beneficios**² futuros, bastante típicos en los acuerdos de financiación de activos, en los que a cambio de la refinanciación del préstamo en un momento crítico, la empresa se compromete a compartir con los prestamistas un porcentaje de una ganancia potencial de capital en la futura venta del activo financiado.

² Los acuerdos de participación en beneficios o PPAs ("Profit Participation Agreements") son típicamente utilizados en refinanciaciones vinculadas a activos inmobiliarios, normalmente en la parte baja del ciclo

IV. LA REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y SUS CLAVES DE ÉXITO

El concepto de reestructuración financiera

El término *reestructuración financiera* consiste en la **modificación de la estructura de capital de un deudor** para que su situación y obligaciones financieras resultantes:

- se adapten a su perfil esperado de generación de flujo de caja, y
- sean refinanciables en el mercado (al menos en el corto/medio plazo)

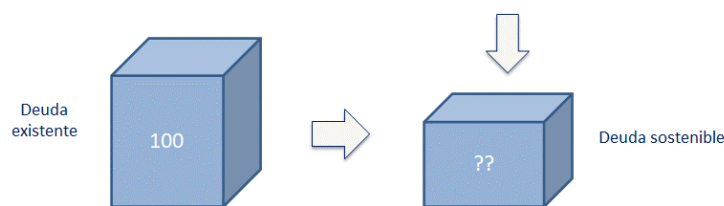
En otras palabras, una *reestructuración financiera* busca la reducción de deuda en una empresa (su *desapalancamiento*) de manera que la deuda que quede en la empresa devenga sostenible. Esta es la principal diferencia con una operación de *refinanciación*, en la que el importe de deuda permanece inalterado.

Las partes involucradas en las negociaciones tendrán que determinar si el caso determinado que tienen entre manos requiere una *refinanciación* o una *reestructuración financiera*, lo cual dependerá del nivel de sobre-apalancamiento del deudor en cuestión. Como referencia, los casos en que el período de reembolso subyacente de las obligaciones financieras del deudor supera en más de un 50-75% los estándares máximos de mercado para la industria en cuestión, comienzan a acercarse al territorio de reestructuración.

El concepto de deuda sostenible

No hay cifras o ratios mágicos en relación con el importe de deuda que debe permanecer en la empresa después de una reestructuración financiera. Cada sector, e incluso cada empresa dentro de un mismo sector, tendrá un nivel de endeudamiento específico a partir del cual, el exceso se considerará no sostenible. Es más, este límite puede variar a lo largo del tiempo en una misma empresa, dependiendo de la dinámica del sector y de la evolución de las expectativas operativas de la empresa en cada momento.

Fig.3 - Reestructuración Financiera – Deuda sostenible



La deuda sostenible podría definirse como el nivel máximo de deuda que puede soportar la empresa para manejar su negocio y competir en condiciones de mercado. El concepto de sostenibilidad de la deuda está estrechamente relacionado con el concepto de generación de flujo de caja. La deuda se paga con tesorería y, por lo tanto, la capacidad de una empresa determinada para generar un flujo de caja positivo en el futuro, y el importe de dicho flujo de caja, determinarán su nivel de deuda sostenible.

Además de la generación de flujo de tesorería, otro factor que tiene un impacto muy relevante en el importe de deuda sostenible es la estabilidad y visibilidad del flujo de caja. Cuanto más predecible y estable sea el flujo de caja de una empresa, menor será el riesgo para un mismo

importe de deuda y, por lo tanto, mayor será el nivel de la deuda que dicha empresa puede soportar.

Por último, cuanto mayor sea el valor de los activos de que disponga una empresa, especialmente si son activos líquidos y no operativos, mayor será su nivel de deuda sostenible. Ello es así porque la venta de dichos activos podrá contribuir en última instancia, al repago de la deuda si fuera necesario.

Herramientas de reestructuración: El proceso de reducción de deuda o *desapalancamiento*

El proceso de *desapalancamiento* de una empresa en su camino hacia la sostenibilidad financiera, se puede llevar a cabo de diferentes maneras:

- **Inyección de capital:** esta es una de las primeras medidas que nos vienen a la mente cuando pensamos en reequilibrar la estructura de capital de una empresa. En muchos casos, sin embargo, la empresa no podrá acceder a este tipo de solución.

En las empresas no cotizadas, por ejemplo, una inyección de capital en una situación de reestructuración financiera dependerá normalmente, entre otros factores, de la capacidad financiera de los accionistas de la sociedad, de su posición contractual en relación con las obligaciones financieras de la empresa (es decir, si han otorgado garantías o no) o incluso de factores reputacionales. La opinión de los accionistas en relación con las expectativas de recuperación del negocio de su participada también será crítica, y también será importante que las negociaciones entre accionistas y prestamistas se desarrollen de manera pacífica y encontrando un justo equilibrio entre los esfuerzos de ambas partes. En otras palabras, no muchos accionistas estarán dispuestos a aportar capital a un pozo sin fondo.

- **Venta de activos:** una segunda manera de reducir la deuda de una empresa es la venta de parte de sus activos. Los activos vendidos pueden incluir unidades de negocio, áreas no estratégicas u otros activos operativos o no operativos. Lo más eficaz para reducir deuda será normalmente la venta de activos no operativos, ya que su enajenación, en principio, tendrá un impacto más limitado en el flujo de caja futuro de la empresa. La venta de activos operativos a través de acuerdos de venta y arrendamiento (*sale & leaseback*) es siempre una posibilidad, aunque a veces muy costosa para la compañía.

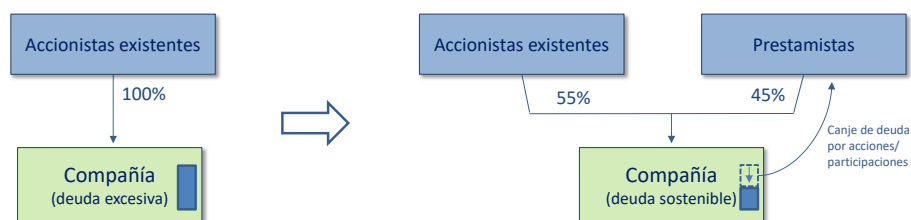
En algunas ocasiones, la venta de activos será impuesta por los prestamistas en acuerdos de *refinanciación*, mediante la introducción de *covenants* que obliguen a la sociedad a vender activos cuando se den determinadas condiciones. Este tipo de acuerdos representa una mezcla entre una *refinanciación* y una operación de *reestructuración financiera*, ya que la deuda de la empresa se refinancia inicialmente sin ningún cambio en su importe, pero el acuerdo incluye ciertas cláusulas que están destinadas a acelerar la reducción de la deuda durante la vida del préstamo.

- **Permutas de deuda por activos:** se trata de acuerdos entre una empresa y un acreedor financiero para la adquisición, por parte de éste, de un activo específico de la compañía a cambio de una reducción de deuda. Aunque no se utiliza muy comúnmente, este tipo de solución puede ser eficaz cuando el mercado de los activos que la empresa está dispuesta a vender no es lo suficientemente líquido, o cuando la venta de esos activos

no es aconsejable (por ejemplo, la venta de un terreno cuando el ciclo inmobiliario está tocando fondo). En este caso, una permuta de deuda por activos puede generar un resultado beneficioso para ambas partes: por un lado, el prestamista adquiere un activo a un precio que probablemente le generará una ganancia de capital en el futuro, cuando el mercado se recupere. Por otro lado, la empresa se beneficia de la venta de un activo a un precio que no podría obtener en el mercado en ese momento. Además, tanto empresa como prestamista se benefician del *desapalancamiento* que la operación conlleva, el cual aumentará las probabilidades de reembolso del resto de deuda de la empresa.

- **Capitalización de deuda (o canje de deuda por fondos propios³):** la transformación de parte de la deuda de la empresa en fondos propios, a través de una ampliación de capital en favor de los prestamistas de dicha empresa (también conocida como capitalización de deuda), es una de las herramientas de *desapalancamiento* más potentes, que se pueden utilizar cuando no hay otras opciones disponibles, o en combinación con otras herramientas de *reestructuración*. Sin embargo, estas son también las transacciones más difíciles de llevar a cabo, dadas las complejidades inherentes a dichos procesos. Más adelante en este documento, se explican las ventajas de realizar este tipo de reestructuraciones, no sólo para las empresas involucradas, sino también para sus prestamistas, junto con los principios generales que deberían guiar este tipo de operaciones.

Fig. 4 – Capitalización de deuda o canje de deuda por fondos propios



Otras herramientas de reestructuración

Como se ha comentado en la sección anterior dedicada a la *refinanciación*, en una situación de insuficiencia de liquidez que conduce a una *reestructuración financiera* o a un acuerdo de *refinanciación*, puede ser contraproducente añadir una carga a la empresa mediante comisiones iniciales y/o incremento de tipos de interés o márgenes. En este sentido, las herramientas ya mencionadas para las operaciones de *refinanciación*, como las comisiones finales o los acuerdos de participación en beneficios, también aplican en situaciones de *reestructuración financiera*. Además, la empresa y los prestamistas pueden hacer uso de otras herramientas de reestructuración adicionales, llamadas a aumentar la flexibilidad financiera de la empresa:

- **Barrido de Caja o Barrido de Flujo de Caja:** Cuando se introduce una cláusula de Barrido de Caja en un acuerdo de financiación, la empresa se compromete a utilizar su exceso de tesorería en una fecha preestablecida (por ejemplo, el 31 de diciembre) para el pago de su deuda, en lugar de utilizarlo para otros fines. Cuando esta herramienta se combina con un calendario de amortización de deuda no muy exigente, el Barrido de Caja

³ Acciones o participaciones sociales

proporciona flexibilidad financiera a la empresa. Al recurrir a esta herramienta, es importante cuantificar correctamente el importe de tesorería mínimo operativo de la compañía (requerido en un negocio para operar de forma segura y evitar rupturas de liquidez), que se tomará como referencia en la definición del "exceso de tesorería", ya que este importe puede variar según la empresa.

El Barrido de Flujo de Caja es una herramienta muy similar, aunque en este caso, se refiere al uso obligatorio de exceso de flujo de caja en el reembolso de la deuda. El Barrido de Caja y el Barrido de Flujo de Caja son términos que a menudo se confunden, a pesar del hecho de que son conceptos diferentes, del mismo modo que caja no es lo mismo que flujo de caja.

- **Intereses PIK/PIYC** : Si el Barrido de Caja o de Flujo de caja proporciona flexibilidad al prestatario en el pago de su deuda, los intereses PIK y PIYC le proporcionan flexibilidad en el pago de intereses. Los intereses PIK (del inglés *Payment In Kind*, o pago en especie) son intereses que pueden ser pagados de forma diferida a través de la emisión de préstamos adicionales en cada momento de pago. De esta manera, los intereses no se pagan, pero el importe de deuda de la empresa aumenta en cada periodo de interés. Los intereses PIYC (del inglés *Pay If You Can*) proporcionan mayor flexibilidad al prestatario, que podrá optar por el pago de intereses o por su capitalización (intereses PIK), dependiendo de la situación de tesorería de la empresa en cada fecha de pago de intereses.

Las ventajas de la reestructuración financiera

Cuando nos enfrentamos a una situación de reestructuración financiera, y en particular a la posibilidad de llevar a cabo una operación de **canje de deuda por fondos propios**, es muy importante identificar las ventajas de proceder con este tipo de solución. Tales ventajas a veces no son obvias, y este hecho puede representar, en ocasiones, un obstáculo para la implementación de este tipo de operaciones.

Por un lado, los lazos emocionales de los accionistas con la empresa, o sus expectativas poco realistas en torno a una eventual recuperación del negocio, pueden actuar a veces como **elementos de bloqueo**, y llevarlos a optar por la solución opuesta, un endeudamiento adicional de la compañía para aportarle liquidez. Los prestamistas, por su parte, no siempre terminan de entender las ventajas que una cancelación de deuda conllevará para los intereses de su propia entidad. En otras ocasiones, los gestores bancarios incurren en conflictos de interés personales cuando se enfrentan a la necesidad de admitir que la situación y condiciones del prestatario han cambiado, y que el préstamo que originaron en su día probablemente terminará provocando una pérdida a su institución.

Estas son las principales razones por las que muchas entidades de crédito internacionales eligen contar con sus propios equipos de reestructuración especializados para hacer frente a este tipo de situaciones.

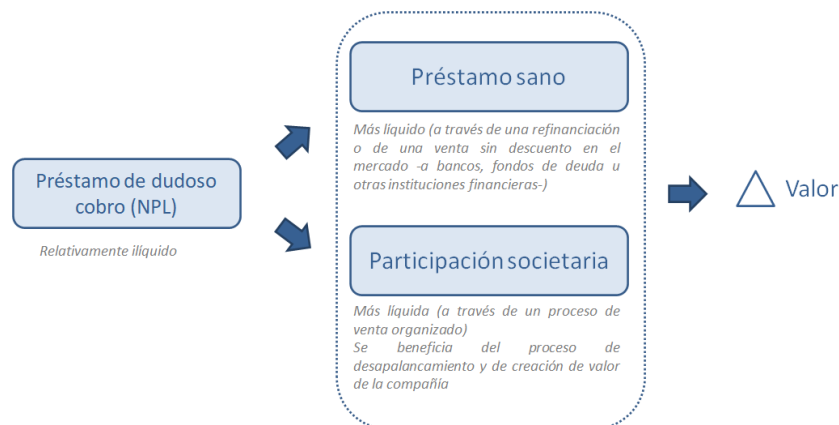
Los elementos de bloqueo de una reestructuración financiera disminuyen las probabilidades de que se lleve a cabo con éxito el desapalancamiento de la entidad prestataria, y en muchas ocasiones, conducen al fracaso, al concurso de acreedores de la empresa en cuestión, y en última instancia, a su liquidación.

Las **ventajas** de reducir la deuda de una sociedad a través de operaciones de capitalización de deuda, pueden resumirse en los siguientes puntos:

- **Foco en la gestión:** el *desapalancamiento* de la compañía aumentará definitivamente el foco de los directivos en el negocio, en lugar de mantenerlos ocupados en la gestión de la escasez de liquidez, en reclamaciones legales y en las negociaciones con sus acreedores financieros.
- **Flexibilidad operativa:** cuando el endeudamiento de la compañía prestataria baja a niveles sostenibles, parte de la caja generada por el negocio seguirá siendo dedicada al repago de deuda, pero otra parte podrá volver a dedicarse a gastos e inversiones habituales en el negocio, como I+D+I, marketing, maquinaria y otros activos fijos, etc... Ahora la compañía vuelve a operar en condiciones de igualdad con sus competidores. Y puede aprovechar las oportunidades de mercado que se le presenten.
- **Mejora de imagen:** los principales “socios operativos” de la empresa, empleados, clientes y proveedores, sin duda serán informados de los cambios en la situación financiera de la sociedad, lo cual puede impactar positivamente en sus operaciones y flujo de caja. Por ejemplo, los proveedores, que durante la delicada situación anterior pusieron de manifiesto su preocupación y tal vez solicitaron el pago por anticipado por la entrega de sus productos, ahora pueden comenzar a proporcionarle algo de crédito, lo cual tendrá un efecto positivo en el flujo de caja de la compañía. Al mismo tiempo, los clientes, que podrían haber reducido su negocio con la empresa con el fin de limitar posibles riesgos en su cadena de suministros (interrupciones, retrasos), ahora pueden reanudar sus operaciones como de costumbre, lo cual también impactará positivamente en el negocio de la empresa.
- **Reducción del riesgo de insolvencia:** la combinación de los mencionados efectos positivos con la reducción del importe de deuda en la sociedad, reducirá su riesgo de insolvencia y contribuirá a mejorar las condiciones de financiación de la empresa.
- **Maximización y anticipación de la recuperación de deuda para los prestamistas:** hasta ahora se han mencionado los efectos positivos que una reducción de deuda (hasta niveles sostenibles), puede tener sobre la compañía prestataria. Estos efectos positivos, sin duda también redundarán en beneficio de las entidades financieras que han accedido a realizar el canje de deuda por capital, a través de un **triple efecto**:
 - ✓ Por un lado, las probabilidades de amortización total de la parte de deuda remanente en la empresa, aumentarán significativamente tras la reestructuración financiera.
 - ✓ Por otro lado, el valor de la participación societaria de las entidades prestamistas en la compañía mejorará progresivamente, como resultado de la renovada capacidad de la empresa para generar valor en el nuevo escenario. El reembolso progresivo de la deuda remanente también contribuirá a ese aumento de valor de las participaciones. Como resultado, si las cosas van relativamente bien, el valor de esos dos componentes, deuda y capital, con el paso del tiempo normalmente excederá el valor inicial de la deuda antes de la reestructuración.
 - ✓ Además, los prestamistas mejorarán la liquidez de sus intereses en la empresa, pasando de ostentar una posición relativamente ilíquida representada por un préstamo de dudoso cobro (*non-performing loan* en inglés), con escasa liquidez en el mercado⁴, a ostentar un préstamo sano y una participación en el capital de una compañía sana (ambas posiciones, en principio, más líquidas).

⁴ En el mejor de los casos este tipo de préstamos podrá venderse con un alto descuento a fondos de inversión alternativa (*hedge funds*)

Fig. 5 - Posición de los prestamistas tras un canje de deuda por acciones



Cómo hacer frente a las reestructuraciones financieras: los 8 principios fundamentales.

La siguiente lista de principios está destinada a proporcionar orientación a aquellos que, en algún momento, tengan la oportunidad de trabajar en una situación de *reestructuración financiera*, ya sea del lado de la compañía que tiene la necesidad de reestructurar su deuda, ya sea del lado del prestamista.

1. **Diagnóstico:** es importante analizar y realizar un diagnóstico correcto de la situación de la compañía prestataria. ¿Tiene la empresa un problema de liquidez (temporal) o se trata más bien de un problema de solvencia (más permanente)? En ambos casos, la empresa estará enfrentándose a dificultades para cumplir con sus obligaciones de pago financieras. Sin embargo, la forma de abordar cada situación es completamente diferente.
2. **Liderazgo:** también es crucial no esperar a que otros resuelvan la situación. No hacer nada no es una opción, ya que el mero paso del tiempo empeorará las cosas. Cuando se trata de grandes empresas que necesitan una *reestructuración financiera*, los bancos normalmente se organizarán y formarán comités (*steering committees*) para diseñar posibles soluciones y negociar con la empresa o con sus accionistas. Con las empresas más pequeñas, ese liderazgo por parte de los prestamistas muchas veces no existe, y será la compañía la que tendrá que tomar el testigo. Esto no es necesariamente negativo, ya que el liderazgo en las negociaciones otorgará a la compañía la ventaja de poder realizar el primer movimiento y controlar el proceso. En un alto porcentaje, las negociaciones girarán en torno a la primera propuesta de la compañía.
3. **Celeridad de actuación (y paciencia para negociar):** dadas las complejidades que este tipo de acuerdos lleva aparejadas, el proceso de reestructuración tendrá que iniciarse con tiempo, tanto como sea posible. La compañía tendrá que tratar con todo tipo de entidades prestamistas, que generalmente son lentas en sus procesos de toma de decisiones. Y normalmente no con un solo prestamista, sino probablemente con varios de ellos, con diferentes intereses y posiciones contractuales, y probablemente con distintos puntos de vista en cuanto a la solución a adoptar. Todo esto, en combinación con la posibilidad de

que la estructura de la operación sea compleja y que haya decisiones difíciles de tomar, hace que estos procesos duren mucho tiempo, generalmente no menos de 6 meses.

En este tipo de contexto, los equipos de negociación deben estar preparados para hacer concesiones, mostrar flexibilidad y ser capaces de idear soluciones innovadoras que se adapten a los intereses y sensibilidades de todas las partes involucradas.

- 4. Deberes del prestatario:** antes de estar listos para asumir el golpe que un proceso de reestructuración representa, los prestamistas normalmente solicitarán un esfuerzo proporcional del prestatario, en forma de *reestructuración operativa*. Si el prestatario anticipa esta solicitud y anticipa el comienzo de sus deberes de reestructuración, las negociaciones con las entidades prestatarias probablemente transcurrirán con mayor fluidez.

La compañía también tendrá que garantizar su propia estabilidad financiera y jurídica durante el largo período de negociación que se le viene encima. Puede necesitar, por ejemplo, vender activos por anticipado para preservar tesorería y poder seguir cumpliendo con sus obligaciones operativas durante todo el proceso de negociación. Es posible también que necesite firmar con la totalidad o con la mayor parte de sus acreedores financieros, acuerdos de suspensión de acciones (en inglés *standstill agreements*), con el fin de reducir temporalmente sus obligaciones financieras, y evitar cualquier solicitud de concurso necesario, aceleración de deuda o ejecución de garantías por parte de las entidades prestamistas. Estos acuerdos son muy útiles para crear un marco estable de negociación, y durante su periodo de vigencia la compañía normalmente adquirirá compromisos recíprocos, como por ejemplo, no solicitar el concurso voluntario, no realizar repagos de deuda a ninguna entidad ni vender activos hasta que finalicen las negociaciones.

- 5. Trato transparente, justo y equitativo a los prestamistas:** uno de los pilares principales del negocio bancario es la confianza. En situaciones de *reestructuración financiera*, la confianza adquiere un papel aún más importante, por lo que la prestataria debe hacer todo lo que esté en sus manos para mantener y reforzar dicha confianza. Actuar de manera transparente en todo momento y proporcionar un trato equitativo a todos sus prestamistas es crucial para mantener la percepción de que ningún acreedor está siendo peor o mejor tratado que el resto. Si esa percepción se rompiera, el proceso de reestructuración podría desmoronarse como un castillo de naipes. Es importante aclarar que tratar a todos los acreedores financieros por igual no significa negociar la misma solución para todos ellos, dado que los prestamistas pueden tener posiciones de partida diferentes en términos de garantías y prelación contractual, que deberán tenerse en cuenta en las negociaciones.
- 6. Concepto de deuda sostenible:** al reestructurar la deuda de una compañía, ha de tenerse siempre en mente el concepto de deuda sostenible. Se trata del nivel de deuda que debería permanecer en la empresa después de la reestructuración financiera. Dado que la deuda se paga con tesorería, el factor principal para establecer un nivel adecuado de deuda sostenible en una empresa será la evolución esperada de su flujo de caja. En dicha previsión, habrá de tenerse en cuenta también cualquier activo disponible para la venta. La estabilidad y visibilidad del flujo de caja es también un factor muy importante a tener en cuenta, que dependerá en gran medida del sector donde opera la prestataria, pero también de las características de la empresa. Cuanto mayor sea la estabilidad esperada

de los flujos de tesorería, mayor será la deuda que una empresa puede soportar con el mismo nivel de flujo de caja esperado.

Es por lo tanto necesario realizar proyecciones y calcular sensibilidades para cuantificar el importe de deuda sostenible del prestatario, combinando este análisis con el uso de múltiplos y comparables de mercado.

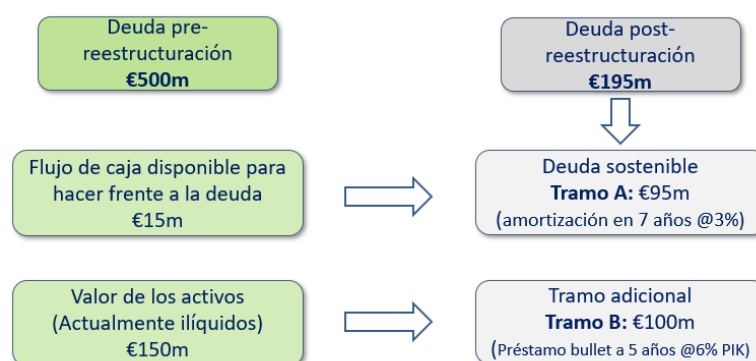
- 7. Creación de tramos de deuda:** Con determinado tipo de compañías, puede ser útil la creación de diferentes tramos de deuda para adaptar mejor las obligaciones financieras futuras de la empresa a su perfil esperado de generación de flujo de caja.

Por ejemplo, si la empresa tiene activos que pueden ser vendidos en el futuro, pero cuya fecha de venta es incierta, se podría crear un tramo especial de deuda para acomodar dicha eventual venta futura.

Por lo tanto, la deuda podría estructurarse con dos tramos:

- un primer tramo con un perfil de amortización que refleje el flujo de caja recurrente de la prestataria, y
- un segundo tramo para acomodar la posible venta de los activos. Dada la incertidumbre que rodea esta venta (en términos de importes, fechas), este segundo tramo debería proporcionar suficiente flexibilidad, en relación con varios aspectos:
 - el importe de principal del tramo, que debería ofrecer un colchón suficiente en relación con el valor teórico de los activos,
 - el vencimiento, lo suficientemente largo como para cubrir posibles retrasos en el proceso de venta,
 - el perfil de amortización, preferiblemente *bullet* (i.e. pago de la totalidad del principal en la fecha de vencimiento final del tramo), pero con la obligación de reembolso anticipado de los importes netos recibidos en cada venta, y
 - el pago de intereses, preferiblemente intereses PIK, de modo que el flujo de caja recurrente de la empresa no se vea afectado por este tramo de deuda.

Fig. 6 - Tramos de deuda – ejemplo



- 8. Alineación de intereses:** Los intereses de los prestamistas, y de los accionistas y directivos de la empresa prestataria siempre deben tener un cierto grado de alineación, especialmente en los casos en que los prestamistas no tengan la intención de tomar las riendas de la gestión de la empresa tras la reestructuración.

Si la reestructuración financiera, por ejemplo, incorpora un plan de desapalancamiento mediante la venta de determinados activos de la empresa por parte del equipo directivo, deberá aplicarse un esquema de incentivos adecuado para garantizar que los prestamistas no sean la única parte beneficiada del proceso de venta de dichos activos, de manera que aumenten las probabilidades de éxito del plan. Dicho esquema podría incluir incentivos para la dirección o los accionistas de la empresa, vinculados a la ejecución del plan de venta (precio obtenido, rapidez en la venta), o la posibilidad de que la empresa pudiese retener parte de los ingresos de venta para utilizarlos en otros fines corporativos.

En las operaciones de reestructuración que impliquen una capitalización de deuda, la participación accionarial que obtengan los prestamistas a cambio de la condonación de parte de su deuda, también debe tener en cuenta la necesidad de mantener un equilibrio adecuado entre los intereses de las entidades prestamistas y los accionistas existentes. En muchas ocasiones, el endeudamiento de una empresa que necesita una *reestructuración financiera* es tan elevado, que el valor de los fondos propios antes de la reestructuración es cercano a cero o incluso negativo. Esto teóricamente significaría que cualquier conversión de deuda en capital resultaría en que los prestamistas obtendrían el 100% o cerca del 100% de las participaciones societarias de la compañía. Sin embargo, en el caso de que los prestamistas no desearan o no estuviesen preparados para tomar el control pleno del prestatario y que, por cualquier motivo, continuasen dependiendo de la gestión de los accionistas de la compañía, el porcentaje de capital a recibir por los prestamistas debería ser menor, con el fin de mantener la motivación de los accionistas existentes en el negocio.

Fig. 7 - Alineación de intereses accionarial

