

*Es preciso crear valor, pero también preservar el que ya tenemos<sup>p4</sup>/Participantes<sup>p5</sup>/Resumen ejecutivo<sup>p6</sup>/Los temas candentes<sup>p10</sup>/Contactos<sup>p38</sup>*

# **Temas candentes de las reestructuraciones financieras**

## Reestructurar preservando el valor Caminando hacia la recuperación



### **Crecimiento Inteligente**

*Un programa para apoyar a las empresas y a las Administraciones Públicas en el tránsito hacia un nuevo modelo productivo sostenible basado en la innovación, la calidad, el talento y el valor añadido.*



---

## **Índice**

<b>Es preciso crear valor, pero también preservar el que ya tenemos</b>	<b>4</b>
<b>Participantes</b>	<b>5</b>
<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>6</b>
<b>Temas candentes</b>	<b>10</b>
1. Una regulación financiera que permita encontrar y preservar valor	10
2. ¿Responde la legislación concursal a las necesidades de los procesos de reestructuración?	16
3. Reglas de “juego” comunes entre entidades: ¿utopía o realidad?	24
4. El dinero nuevo y los nuevos inversores	28
5. Mayor alcance en las refinanciaciones buscando las reestructuraciones operativas	32
<b>Contactos</b>	<b>38</b>

# *Es preciso crear valor, pero también preservar el que ya tenemos*



**Carlos Mas**  
Presidente de PwC España

Entidades financieras, Compañías y Regulador han capeado la crisis de la mejor forma que les ha sido posible en los últimos años. Ahora que empezamos a ver un cambio de tendencia y que la crisis podría empezar a remitir, tenemos la perspectiva necesaria para entender que debemos empezar a hacer las cosas de otra forma. Uno de los ámbitos donde tal vez sea el momento de empezar a hacer las cosas de otra manera a partir de ahora es el relacionado con las reestructuraciones de empresas, un campo clave para la recuperación y, sobre todo, para preservar valor en un contexto tan difícil como el que estamos atravesando.

Cuando miramos atrás, vemos que, salvo en el sector inmobiliario, confiamos en que los problemas podrían ser pasajeros, que las dificultades para financiarse desaparecerían a corto plazo y que una solución consistente en aplazar pagos podría resolver nuestro problema. Por decirlo en términos coloquiales se optó por dar la “patada hacia adelante” y confiar en una rápida recuperación que nunca llegaba. Afortunadamente, estamos asistiendo a una nueva fase en materia de refinanciación en donde la estructura de deuda se adapta a la capacidad de generación de caja. Falta un tercer paso en el que las reestructuraciones sean reales implicando cambios reales en las estructuras de las empresas.

Estamos convencidos de que se trata de una cuestión clave para preservar el valor del tejido empresarial, especialmente del ámbito industrial, sobre la que es preciso actuar con premura porque nos jugamos mucho como país. Es evidente que la financiación de las empresas impacta en su capacidad productiva y en su supervivencia, algo que tiene consecuencias muy significativas en términos de empleo y generación de riqueza. Garantizar un entorno propicio para que las compañías se puedan reestructurar es vital para crecer y, sobre todo, para mantener el valor y el potencial actual.

Como suele ocurrir cuando se trata de cambios relevantes, se necesita el apoyo y la participación de todos los agentes implicados. Los últimos pasos dados a través del nuevo Real Decreto 4/2014 recogen una parte importante de las demandas en esta materia, creando un nuevo contexto tanto para acreedores financieros como compañías. Además, es preciso que las entidades financieras y otras fuentes de financiación cuenten con los recursos y las garantías necesarias para actuar con eficiencia y seguridad. Es necesario continuar en la línea de trabajo abierta, especialmente con los concursos de acreedores y con los procesos de refinanciación para lograr que sean ágiles, eficientes y con capacidad para conjugar el legítimo derecho de cobro de los acreedores con el mantenimiento de aquellas actividades que realmente aportan valor.

Abordar esta transformación es un reto complejo pero necesario. Acabamos de asistir a cambios normativos que incluyen novedades esperanzadoras, pero es preciso seguir avanzando. Por ello, en PwC hemos puesto en marcha el informe Temas Cándentes de las reestructuraciones financieras, iniciativa en la que hemos contado con profesionales y expertos de reconocido prestigio. Confiamos en que esta reflexión sirva para impulsar los cambios y, sobre todo, para aportar luz sobre un ámbito crucial en el que no podemos perder ni un minuto más.

# Participantes

Este documento tiene su origen en las aportaciones de un grupo de trabajo formado por profesionales y expertos relacionados con las reestructuraciones financieras. Aunque ha sido elaborado por PwC, el informe recoge las valiosas indicaciones y contenidos planteados y contrastados en una reunión de trabajo celebrada el pasado mes de enero.

Un borrador previo al documento definitivo fue remitido antes de su publicación a los expertos que participaron en el debate. No obstante, esto no significa que los miembros del grupo tengan que identificarse con la literalidad del documento final, ni siquiera con la selección de temas identificados como candentes.

Desde PwC queremos agradecer las aportaciones de los participantes en la sesión de trabajo, su tiempo y su interés a la hora de participar en esta iniciativa.

## Moderador

Jordi Sevilla, *senior counsellor* de PwC.  
Ex ministro de Administraciones  
Públicas

## Relación de participantes externos a PwC

- Arturo Bermúdez, Nova Caixa Galicia
- Fernando Casado, Consejo para la Competitividad
- José María Fernández Seijo, magistrado
- Olga López Garzón, Bankia
- Gracia López Granados, Apollo
- Javier Lázaro, Grupo Prisa
- Carlos Malpartida, BBVA
- Carlos Mazario, CaixaBank
- John McGrail, The Royal Bank of Scotland
- Lucinio Muñoz, Gabinete del Secretario General del Tesoro

- Miguel Ángel Pérez, Banco Popular
- Jaime Ponce, Subdirección General de Legislación
- David Rodríguez, Barclays Bank
- María José Sánchez Andrade, Abogacía del Estado
- Alexander Wit, PHI
- Miguel Zorita, Zima Capital

## Responsables del documento por parte de PwC

- Enrique Bujidos, socio de PwC
- Ignacio Marqués del Pecho, director de PwC
- Gabriel Sánchez Cassinello, *senior manager* de PwC
- Ignacio García, *senior manager* de PwC

# Resumen ejecutivo

La crisis económica ha impactado en la mayor parte de los sectores productivos, lo que ha provocado numerosos procesos de reestructuración y refinanciación como consecuencia de la incapacidad de muchas compañías de hacer frente a sus deudas.

Hasta el momento, gran parte de las refinanciaciones han buscado fundamentalmente el aplazamiento de las obligaciones de pago y, en una gran cantidad de situaciones, todavía no se han acometido reestructuraciones profundas que permitan garantizar la sostenibilidad de las compañías y, por ende, del conjunto del tejido productivo.

Lo cierto es que el modelo actual de reestructuración y refinanciación de empresas con dificultades es mejorable y debería enfocarse en preservar valor para garantizar la sostenibilidad del tejido empresarial español. Compañías, entidades financieras, inversores, financiadores, legisladores o reguladores, deberían seguir acometiendo cambios y reformas para permitir que los procesos concursales y las refinanciaciones no sean un freno al desarrollo económico, sino una fórmula que permita salvaguardar los activos con capacidad para generar valor y aprovechar todo el potencial de las empresas.

## ***Una regulación financiera que permita encontrar y preservar valor***

En los últimos años, el sistema ha venido haciendo importantes esfuerzos en materia de provisiones a partir de los conocidos “decretos Guindos”. Dicho esfuerzo ha servido para que el sector financiero digiera reconocimientos de pérdidas y para identificar entidades

financieras vulnerables que se han fusionado o desaparecido. Lo cierto es que los cambios de regulación recientes se han centrado fundamentalmente en la deuda asociada al sector inmobiliario y deberían mirar hacia la deuda asociada a activos industriales.

La regulación en materia de provisiones ha penalizado de manera relevante la aportación de dinero nuevo a compañías marcadas por su situación de “refinanciadas”. Los posibles cambios en materia de provisiones deberían impedir que el aporte de dinero nuevo a las compañías, así como las financiaciones de circulante, estén penalizados en los balances de las entidades que prestan a compañías refinanciadas a las que hoy aplica provisión por tratarse de riesgo subestandar.

La existencia de una provisión en los balances de las entidades financieras sólo se convierte en una quita real cuando la entidad cobra una parte de lo que se le debe, de manera que son pocos los casos en los que las compañías se acaban beneficiando de dicho efecto. Se deben fomentar mecanismos para que las compañías se beneficien del esfuerzo que las entidades hacen en materia de provisiones. La provisión debería generar desapalancamiento en beneficio de la continuidad de la actividad empresarial.

## ***¿Responde la legislación concursal a las necesidades de los procesos de refinanciación?***

A pesar de los numerosos cambios legislativos de los últimos años y del importante aumento de los procesos concursales (hemos pasado de 2.445 en 2008 a 8.716 en 2013), España sigue

---

teniendo un sistema que incentiva reestructuraciones en las que se mantienen tanto a los equipos gestores en sus puestos como los activos en manos de los accionistas. En otros países se opta por facilitar que sean los acreedores quienes tomen el control y decidan cuál es la vía para preservar el valor de la compañía refinaciada.

La llegada del Real Decreto-ley 4/2014 ha traído importantes novedades que, sin duda, van a condicionar de forma significativa la manera en la que abordaremos los procesos de refinanciación en el futuro. A pesar de estas mejoras, siguen existiendo retos importantes para lograr que el concurso sea un mecanismo ágil que resuelva con rapidez y agilidad situaciones de crisis.

Se ha mejorado de manera importante la figura del preconcurso de acreedores. Ha sido una pena que no se haya aprovechado para paralizar también posibles acciones de las entidades de derecho público, tradicionalmente quienes más acostumbradas están a iniciar acciones de ejecución a compañías en situación preconcursal.

El nuevo Real Decreto-ley 4/2014 ha introducido igualmente modificaciones muy sustanciales en materia de homologación de acuerdos de refinanciación con efecto arrastre para acreedores minoritarios. Tampoco en este caso se ha aprovechado para arrastrar a entidades de derecho público, ni tampoco para pedir un cierto esfuerzo a los proveedores de las compañías, a los que se respeta íntegramente. Entendemos que es excesivo que las entidades financieras sean los únicos acreedores que soporten el peso de los procesos de

refinanciación. No se ha asegurado la contribución de los homologados al circulante de la compañía, lo que en la práctica puede traer no pocos problemas.

Pensamos que habría sido positivo que los mecanismos de capitalización y arrastre se pudiesen ampliar también a las compañías concursadas.

Las ventas de unidades productivas en fase común o en liquidación son procesos lentos, lo que hace que los activos pierdan mucho valor por el mero paso del tiempo. La legislación concursal debería imponer mecanismos claros para determinar de forma rápida si una compañía es capaz de pagar los gastos necesarios para continuar su actividad e imponer, caso de que esto no sea posible, procesos ordenados, transparentes y rápidos para buscar la venta, como un todo o en partes, de los activos. El objetivo de este tipo de mecanismos es preservar la mayor cantidad de valor en el menor tiempo posible.

Otro ámbito mejorable de la legislación tiene que ver con la representación que los acreedores tienen en el proceso concursal. Los acreedores, teóricos dueños económicos de los activos, tienen enormes dificultades para decidir sobre el futuro de éstos. La legislación les otorga una protección en el ámbito de la realización de sus bienes, pero no tienen capacidad para contribuir a la viabilidad de la compañía en concurso salvo en la aprobación del convenio. Los acreedores deberían poder decidir activamente sobre la figura del administrador concursal que represente sus intereses para asegurar que sus intereses se gestionan de manera adecuada. Por otro lado, se debería crear la figura del comité de acreedores como

órgano supervisor de las actuaciones llevadas a cabo por el administrador concursal. De esta forma, el juez sólo tendría que supervisar la existencia de acuerdos entre la compañía y sus acreedores durante el proceso.

Esta ausencia de los acreedores en los procesos convive con la existencia de una cuestionable y poco profesional actitud de algunos profesionales que se dedican a la administración concursal. La profesión de administrador concursal sigue sin contar con un colegio profesional que garantice unos requisitos mínimos para tan compleja actividad. La práctica, el sistema de nombramiento y el mecanismo de remuneración fomentan que sigan existiendo actuaciones cuya motivación está muy lejos tanto de las necesidades y viabilidad de las compañías concursadas como del pago a los acreedores.

### ***Reglas de “juego” comunes entre entidades: ¿utopía o realidad?***

El alto grado de competencia entre las entidades financieras impide que se apliquen unas reglas claras que faciliten un punto de partida común para agilizar los procesos. El consenso del sector apunta a que unas recomendaciones sobre buenas prácticas en materia de refinanciaciones por parte del regulador podrían contribuir a establecer un criterio común que revertiría en el éxito de los procesos.

La referencia más cercana a un mecanismo de entendimiento entre entidades se conoce como *London Rules*. Estas recogen de manera sucinta cuál debe ser el comportamiento y el camino para llevar a cabo una refinanciación de manera ordenada, transparente y eficaz. Estas normas se expresan en cinco puntos:

El proceso debe contar con:

1. Pacto de espera en tiempo suficiente para determinar el cuánto, cuándo y cómo de un proceso de refinanciación.

2. Información apropiada y a tiempo para juzgar lo que da de sí el negocio.
3. Banco líder con experiencia, que informe y maneje relaciones de manera adecuada con el resto de acreedores financieras.
4. Financiación obligatoria de las necesidades de corto en proporción a la deuda existente.
5. Utilización, en su caso, como mediador del Banco de España o a un tercero independiente.

### ***El Dinero nuevo y los nuevos inversores***

España es un país altamente “bancarizado”, donde las fuentes de financiación alternativas no han conseguido hacerse hueco. La fuerte bancarización de nuestra economía junto con la regulación existente y la reciente aversión al riesgo local derivado, en parte, de la existencia de pocos proyectos realmente financierables, impide hoy la obtención de dinero nuevo para empresas refinanciadas.

Es necesario que la financiación bancaria tradicional vuelva a enfocarse en prestar a las PYMES y que se consoliden otras fuentes de financiación alternativas.

En los últimos tiempos hemos vivido la entrada de fondos de *distress*, muchas veces de manera hostil, en compañías no inmobiliarias. Dicha entrada, ha compensado en algunos casos la negativa de los financiadores existentes a prestar el dinero nuevo necesario para financiar los planes de reestructuración, y se ha hecho a precios muy elevados. Los financiadores tradicionales deberían empezar a contemplar el atractivo que tienen las rentabilidades que generan las financiaciones de situaciones *distress*.

## ***Mayor alcance en las refinanciaciones buscando las reestructuraciones operativas***

Los procesos de refinanciación deberían imponer reestructuraciones operativas, que hasta hoy han sido tímidas. La falta de profesionalidad de muchos gestores, el miedo a los cambios profundos y la imposibilidad de hacer presión por parte de los acreedores han impedido forzar muchos procesos de reestructuración.

El tejido industrial español tiene una concentración relevante de compañías de tamaño pequeño y mediano. Esto, y la convivencia con altísimos niveles de apalancamiento, hacen que nuestras compañías sean vulnerables a los cambios de ciclo económico. Necesitamos

construir campeones nacionales en numerosos sectores. Esto no se podrá hacer si no es forzando la concentración empresarial en determinadas industrias en las que sigue existiendo exceso de capacidad instalada.

La llegada del reciente Real Decreto-ley 4/2014 ha incluido una reforma que abre una puerta a que las entidades financieras tomen participación en las compañías refinanciadas mediante el establecimiento de mecanismos de posible conversión de deuda en capital. Cabe preguntarse si nos encontramos ante un cambio de tendencia hacia la toma de control por parte de las entidades que permita reestructurar definitivamente nuestro tejido empresarial.



# 1

---

*Una regulación financiera que  
permite encontrar y preservar valor*

Con el estallido de la crisis económica en el año 2007 y, sin conocer el alcance y duración de la misma, se dieron los primeros procesos de refinanciación de grandes deudas corporativas originadas en años anteriores en operaciones de fusiones y adquisiciones, principalmente en el sector inmobiliario. Dichos procesos acabaron contaminando a todo tipo de deuda en casi todos los sectores de actividad económica.

La severa crisis financiera que vivimos en España llevó, ante la amenaza de las consecuencias que podía implicar un rescate de nuestra economía, a salvar nuestro sistema financiero. Esta política implicó mantener el tejido industrial “sobreapalancado”. Los sucesivos decretos en materia de provisiones, conocidos como “Decretos Guindos”, han actuado como mecanismo para que el sistema financiero digiera, a lo largo de los últimos años, reconocimientos de pérdidas en sus balances compatibles con la supervivencia del sistema. Los bancos han ido registrando pérdidas en sus balances sucesivamente y algunos han tenido que ser rescatados. Este ejercicio permitió identificar a las entidades más vulnerables en la crisis obligando a su posterior fusión o desaparición (Figura 1).

Hay coincidencia sobre el importante esfuerzo que han venido haciendo las entidades a lo largo de la crisis en materia de provisiones, si bien, las reformas realizadas en esta materia han tenido su foco principal en la deuda del sector inmobiliario. El endeudamiento relacionado con sectores no inmobiliarios representa un 31% del total del sector financiero y su deterioro, aunque no tan automático en la economía, se ha ido materializando a medida que avanza la crisis y se constata en variables de relevancia como el consumo, la tasa de desempleo o la tasa de ahorro y, lo que es más grave, el reconocimiento de la provisión no se ha sabido trasladar a la economía real. Las

**Figura 1.  
Créditos dudosos y operaciones refinanciadas. Diciembre 2013**

Millones de euros	Exposición crediticia 31.12.2013	Dudosos	% dudosos	Operaciones refinanciadas	% Operaciones refinanciadas/total exposición
Resto de empresas	451.421	58.245	12,9%	67.713	15,0%
Construcción / inmobiliario	236.976	87.807	37,1%	91.236	38,5%
<b>Total</b>	<b>688.397</b>	<b>146.052</b>	<b>21,2%</b>	<b>158.949</b>	<b>23,1%</b>

Fuente: BdE Informe de Estabilidad Financiera. Mayo 2013. Elaboración propia

compañías refinanciadas se encuentran “sobreapalancadas” y la pérdida experimentada por las entidades financieras no ha supuesto una rebaja de la deuda de las compañías en el mismo importe.

Según el Banco de España, el 23,1% del riesgo concedido a empresas en diciembre de 2013, se corresponde con operaciones refinanciadas y reestructuradas (158.949 millones de euros). Por sectores, la mayoría de las operaciones están centradas en los sectores de construcción e inmobiliario, donde hay clasificados 91.236 millones de euros por este concepto, representando un 38,5% del total de la cartera crediticia de estos dos sectores. El resto de empresas concentran operaciones reestructuradas y refinanciadas por valor de 67.713 millones, representando un 15% del total de la exposición crediticia de estos sectores en dicha fecha (Figura 1 y 4).

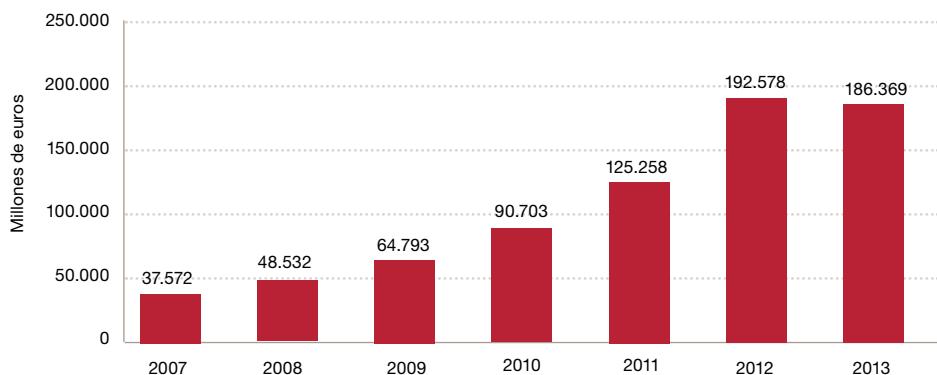
Es importante señalar que únicamente están considerados como dudosos el 12,9% de los créditos otorgados a empresas no inmobiliarias o constructoras, cuando el volumen de operaciones refinanciadas asciende a 67.713 millones (Figura 2). Cabe pensar que la reclasificación parcial o total de estos créditos podría suponer la necesidad de dotar provisiones adicionales al sistema en los próximos años (Figura 3).

**Figura 2.  
Clasificación préstamos refinaciados y reestructurados. Diciembre 2013**



Fuente: BdE Informe de Estabilidad Financiera. Mayo 2013. Elaboración propia

**Figura 3.**  
**Saldo de provisión por deterioro del sistema financiero**



Fuente: BdE. Boletín Estadístico Febrero 2014. Elaboración propia

### Niveles de apalancamiento y necesidad de financiación

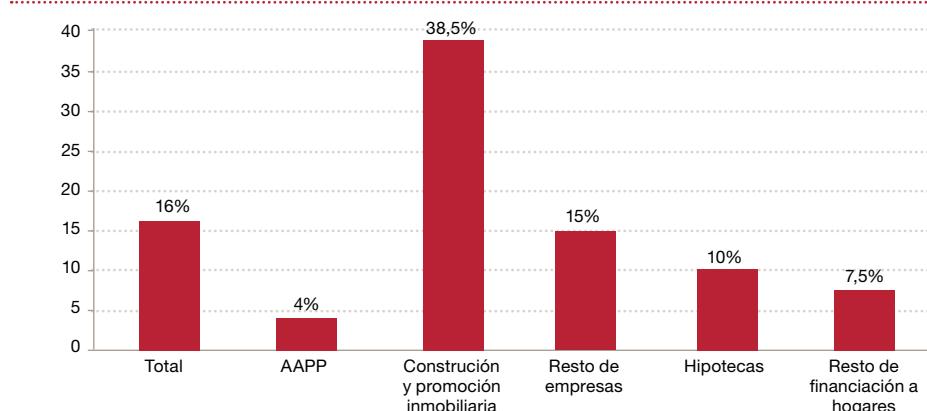
Los procesos de refinanciación que hemos vivido en España han contado, como factor determinante, con los niveles de provisión que cada entidad financiera tenía de la compañía a refinanciar. La preservación del valor, que las entidades tenían en sus libros, ha sido el factor fundamental que marcaba el ritmo y la forma en la que se llevaban a cabo los procesos de refinanciación. Como resultado, las famosas “*patadas hacia adelante*” se hicieron con la esperanza de que se iba a producir un cambio de tendencia que permitiera atender a vencimiento la totalidad del endeudamiento.

En este sentido, el Banco de España (BdE), a través de un comunicado de obligado cumplimiento publicado el 30 de abril de 2013, establecía nuevos criterios para tratar de aclarar las distintas interpretaciones que estaban realizando las entidades financieras en relación a la clasificación (normal, dudoso y subestándar) del endeudamiento refinaciado o reestructurado. La comunicación incidía especialmente en tres puntos concretos:

- a) Reforzar las políticas de refinanciación.
- b) Homogeneizar la interpretación de la norma: Todas las operaciones de refinanciación deben ser clasificadas como subestándar salvo que “*exista una evidencia objetiva y verificable que haga altamente probable la recuperación de los importes debidos*”. Serán clasificadas como riesgo dudoso aquellas con “*debilidad en la capacidad de pago*” en las que “*no existe aportación de nuevas garantías o no haber percibido todos los intereses pendientes sin incrementar el riesgo previo, carencia de amortización de capital superior a 30 meses o procedencia de refinanciaciones o reestructuraciones previas salvo que exista evidencia en la capacidad del prestatario de atender sus compromisos*”.
- c) Supervisar y reclasificar antes del 30 de septiembre de 2013. Como consecuencia de esta comunicación, los datos preliminares obtenidos el 15 de septiembre de 2013 arrojan un incremento de más de 20.000 millones en los créditos dudosos. Según el BdE, el saldo adicional de

Figura 4.

**Peso de los préstamos refinaciados y reestructurados sobre su cartera respectiva.  
Diciembre 2013**



Fuente: BdE Informe de Estabilidad Financiera. Mayo 2013. Elaboración propia

provisiones a realizar se estimaba en cerca de 5.000 millones de euros.

Adicionalmente, el nuevo endeudamiento que se otorga a las compañías refinaciadas debe ser calificado, al menos, como riesgo subestándar, siendo necesaria una dotación de provisión de hasta un 25% sobre el mismo. En el caso de que esté clasificado como dudoso, el importe mínimo a provisionar asciende al 25%.

Las entidades utilizaron los procesos de refinanciación como mecanismos de protección ante un reconocimiento del deterioro que había sufrido su endeudamiento y su potencial devolución. En la medida en que el legislador no había obligado a realizar dotaciones adicionales, las reestructuraciones financieras no estaban centradas en las compañías y por tanto el diferimiento de la pérdida latente era el instrumento más utilizado.

A diferencia de España, en otros países europeos con mayor tradición en las prácticas de reestructuración financiera y con situaciones de crisis no tan abruptas, las entidades financieras trabajan con criterios de refinanciación entendiendo la

capacidad de repago que tiene la compañía y la cantidad de valor a preservar. Los reparos en el reconocimiento y la asunción de una pérdida implícita son menores, lo que permite trabajar en estructuras que puedan dar viabilidad y cierta capacidad de repago que preserve el valor que queda en la compañía. Esta práctica está más cerca de la realidad del tejido empresarial y no se desarrolla de manera reactiva, sino de forma preventiva y acorde con las verdaderas necesidades de las empresas y de los acreedores.

Tras siete años de crisis, resulta un tanto frustrante comprobar que, al hablar de refinanciaciones en España, hay dos términos comunes que se empiezan a escuchar desde hace solamente algunos meses: La "deuda sostenible" y la tan demonizada "quita".

La regulación futura debería impulsar mecanismos de valoración realistas de la deuda financiera que realmente es asumible por las compañías tras los procesos de refinanciación. Para ello, se propone:

- Mecanismos de determinación del nivel de deuda "sostenible" que

permita diferenciar el nivel de provisión por tipología de endeudamiento y cliente. Esta determinación la podría hacer un tercero, como ocurre en Alemania. La deuda sostenible se debería definir como aquella que sería adquirible en mercado a la par.

- Posibilidad de revertir las provisiones en supuestos de mejoría clara en el deudor que permitan facilitar la negociación con entidades.
- Eliminar la necesidad de provisión del dinero nuevo y de las líneas de circulante con el fin de incentivar el apoyo a las refinanciadas, permitiendo la aportación de nueva liquidez.

En conclusión, entendemos que la creación de mecanismos que permitan la viabilidad de la compañía permitiendo preservar el valor y los puestos de trabajo son opciones con más interés para todas las partes intervenientes. En primer lugar, se debería realizar un reconocimiento expreso del endeudamiento que realmente no es soportable por la compañía y, por tanto irrecuperable. En segundo término, se debería establecer un plan que permita repagar el endeudamiento asociado preservando el valor que es capaz de aportar la compañía. Además, este escenario permitiría que el acreedor se beneficiase de las potenciales mejoras

del negocio que puedan producirse con los cambios de ciclo o de contexto. Por último, sería muy importante la búsqueda de mecanismos que permitan trasladar a las compañías los sucesivos deterioros de valor contabilizados por los acreedores.

En este sentido, el Banco de España en su comunicación del 18 de marzo de 2014, establece que *“las operaciones reestructuradas como consecuencia de un acuerdo de refinanciación, serán clasificados como riesgo normal en la medida que existan suficientes elementos objetivos que confirmen la probabilidad de su recuperación tras el acuerdo de refinanciación, y que este responda a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la actividad profesional o empresarial en el corto y medio plazo. Para ello, será especialmente relevante valorar el efecto de las quitas, modificaciones de calendarios de pagos o conversiones de deuda en capital incorporadas a los acuerdos vayan a tener sobre las posibilidades de recuperación del importe debido, teniendo en cuenta el nuevo plan de negocio del obligado al pago”*. Este cambio de criterioaría permitir, una vez producido el reconocimiento de la deuda no sostenible, que las entidades financieras puedan conceder financiaciones adicionales a las compañías refinanciadas sin que sea necesaria la dotación de nuevas provisiones.



## **Principales conclusiones**

- 1.** El sistema ha venido haciendo importantes esfuerzos en materia de provisiones que deben continuar en el futuro si queremos preservar el valor de nuestro tejido no inmobiliario.
- 2.** La regulación en materia de provisiones debería impedir que el aporte de dinero nuevo a las compañías esté penalizado en los balances de las entidades que prestan.
- 3.** Se deben buscar mecanismos para que las compañías se beneficien del esfuerzo que las entidades hacen en materia de provisiones. La provisión debe generar desapalancamiento en beneficio de la continuidad de la actividad empresarial.

# 2

---

*¿Responde la legislación concursal  
a las necesidades de los procesos de  
reestructuración?*

Sin duda alguna, estos últimos años de crisis económica han supuesto un importante volumen de cambios en la legislación en materia de insolvencia y se podría afirmar que hemos visto tantas novedades como las que se habían producido en varias décadas anteriores.

Este hecho no es de extrañar, ya que la evolución del número de concursos ha ido pulverizando records trimestre tras trimestre. Desde los 2.445 del año 2008 hemos pasado a 8.716 procesos en el año 2013. Del mismo modo, han aumentado significativamente el número de juzgados de lo mercantil, así como el de profesionales dedicados a esta práctica.

España ha decidido tener un sistema concursal que incentiva unas reestructuraciones en las que se mantienen tanto los equipos gestores como los activos en manos de los accionistas. Este modelo es diferente a otros en los que se opta por facilitar que los acreedores, verdaderos dueños económicos de los activos, dispongan de los mismos y puedan encontrar la vía de recuperar parte de su inversión.

A la luz de los datos y teniendo en cuenta el modelo vigente en nuestro país, la realidad es que tenemos un sistema concursal donde las reestructuraciones son escasas, no se desarrollan de manera adecuada, se hacen en el momento inadecuado y, como consecuencia, los niveles de recuperación de deuda de las partes son muy bajos.

En esta línea, cabe destacar como otro factor negativo de la legislación vigente el hecho de que los inversores nacionales y extranjeros valoran la legislación y la práctica concursal como uno de los factores esenciales a tener en cuenta a la hora de analizar proyectos de inversión. Mucho nos tememos que tanto la actual legislación, como la práctica en España, suspenden a los ojos de los inversores, lo que encarece los retornos esperados y

hace menos atractivas a nuestras empresas.

A pesar de que el conjunto de la legislación en materia concursal es mejorable, es preciso señalar también los aspectos positivos, así como aquellas novedades que han contribuido a mejorar. En los últimos años y especialmente con la reforma del RD 4/2014, podríamos identificar dos factores especialmente relevantes.

Por un lado, todo lo que tiene que ver con la “práctica preconcursal”, con la creación por parte del legislador de mecanismos como el 5.bis, que otorga protección a los administradores sociales de empresas en dificultades para negociar un acuerdo con sus acreedores; con la protección a la nueva financiación que se concede en este contexto o con los mecanismos de homologación de deuda en procesos de refinanciación, que vienen a solucionar los problemas con los acreedores minoritarios que no quieren acceder a la voluntad de la mayoría.

Por otro lado, los cambios normativos han contribuido a la propia celeridad del proceso concursal. Las novedades en materia de la comunicación a los acreedores, la mayor profesionalización de los administradores concursales o la mejora en la capacidad de realizar activos con carácter previo a la liquidación, han contribuido a que se reduzcan los plazos de duración de los concursos. Este factor es crítico, ya que los concursos se habían convertido en un auténtico proceso de destrucción de valor, paralizando en muchos casos el tráfico normal de las operaciones de la empresa.

A pesar de estas mejoras siguen existiendo retos importantes para lograr que el concurso sea un mecanismo ágil que resuelva con rapidez y agilidad situaciones de crisis. Centrándonos en aquellos aspectos que tienen que ver con el ámbito de la refinanciación, tendríamos que analizar en primer

término la efectividad de los cambios introducidos en materia de homologación de deuda y la protección que otorga el llamado preconcurso durante el proceso de negociación.

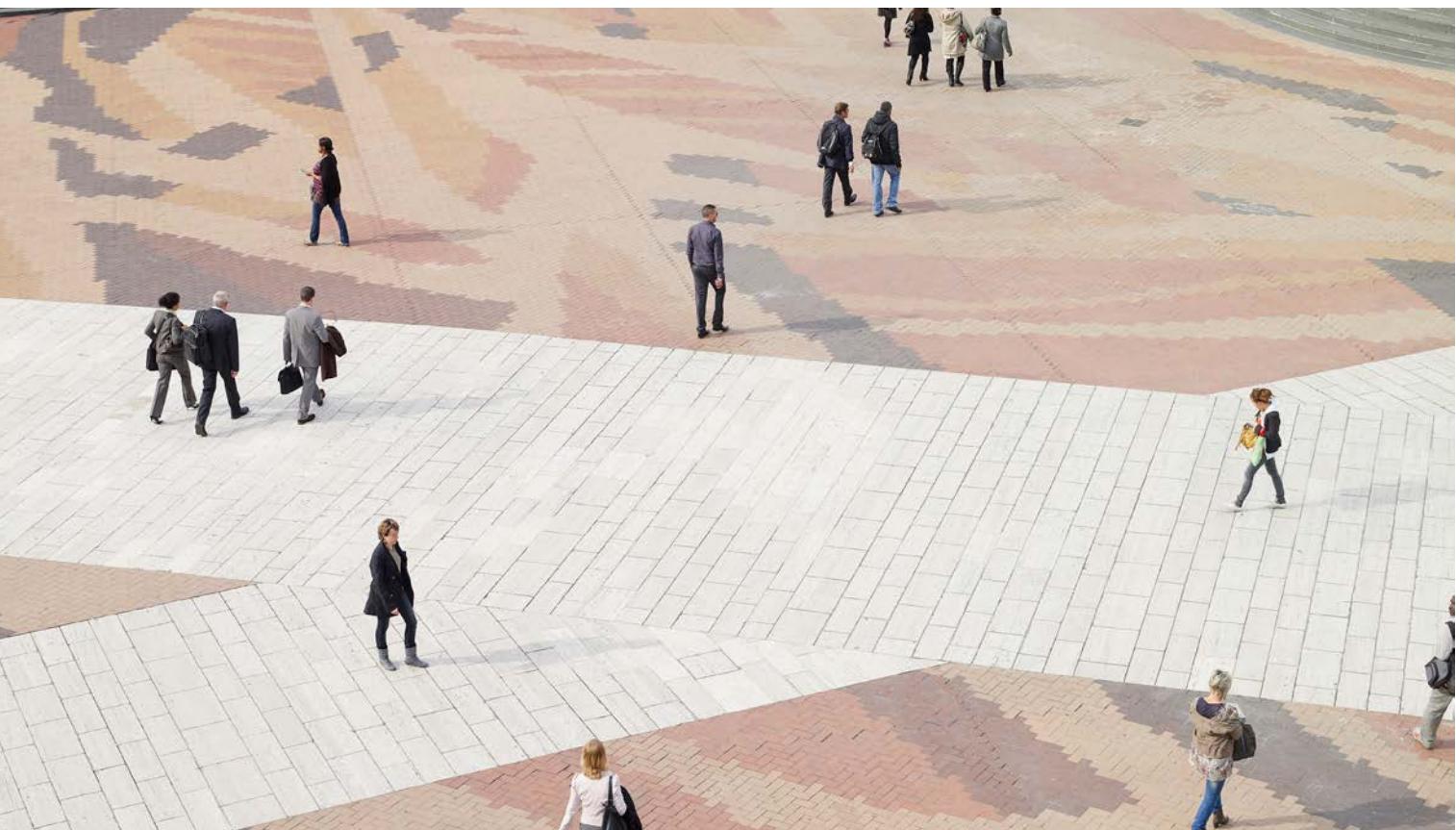
### **El problema de la homologación de los acuerdos**

Uno de los principales problemas que se suscitan en las refinanciaciones es el relacionado con los acreedores minoritarios que no aceptan los acuerdos alcanzados entre la mayoría de acreedores y la compañía y que impiden, bien porque sea formalmente necesaria la unanimidad, bien por el impacto que sus decisiones tienen en la caja al exigir el cobro íntegro de su deuda para alcanzar una solución fuera del concurso.

Durante muchos años hemos visto procesos en los que las entidades minoritarias han utilizado el chantaje de

la unanimidad para mejorar su posición en los procesos. La reforma del año 2011, introdujo la figura de la homologación de los acuerdos de refinanciación a acreedores financieros minoritarios y sin garantía real, en aquellos casos donde el acuerdo esté suscrito por un 75% de acreedores, adoptando, en parte, la figura del *Scheme or Arrangement* inglés, que había suscitado el cambio de legislación aplicable a muchas financiaciones sindicadas en una clara búsqueda de la legislación más favorable para la renegociación de estos contratos.

Posteriormente, la reciente reforma de septiembre de 2013, modificó los quórum iniciales de mayoría para la imposición del acuerdo, situándolos en el 55%, umbral muy inferior al 75% requerido por la legislación inglesa. Aun así, la homologación no terminaba de ser aplicada de forma clara como una herramienta en los procesos de



refinanciación en España y son muchas las empresas que terminaban en concurso por la presión de sus acreedores minoritarios.

Uno de los principales problemas que existía con la norma venía dado por la imposibilidad, salvo interpretación flexible no compartida por todos los juzgados, de aplicar la homologación a estructuras de deuda que contaran con alguna garantía real asociada. Tras tantos años de crisis y dobles o triples vueltas de refinanciación, son pocas las compañías en las que una parte importante de la deuda no cuenta con este tipo de garantías.

En muchos casos estas garantías reales afectaban a bienes inmobiliarios, maquinaria o existencias, activos que están íntimamente ligados con la viabilidad de la empresa, de manera que resultaba imposible conseguir una refinanciación sin arrastrar estas deudas. Lo mismo sucedía en las estructuras de deuda sindicada, en las que se comparte un paquete de garantías que incluye hipotecas, prendas o pignoraciones.

Desde los profesionales del ámbito de la reestructuración se venía reclamando una legislación que ayudara a mejorar los procesos y a buscar eficiencia preservando valor en las compañías refinanciadas. Existía consenso en que al menos se debía incidir en estos aspectos:

- Ampliar la homologación a los acreedores con garantía real respetando la capacidad de ejecución separada.
- Imponer la homologación a acreedores de todo tipo, incluyendo proveedores y acreedores públicos.
- Imponer quitas, esperas sin límites temporales y nuevos tipos de interés.

En esta línea, cabe destacar que de forma muy reciente el nuevo Real Decreto-ley

4/2014 ha introducido modificaciones muy sustanciales en todos estos aspectos. En función de los umbrales de mayoría sobre niveles de deuda existente, se homologan acuerdos de refinanciación que imponen diferentes grados de esfuerzo a los acreedores que presentaban disconformidad, los llamados “disidentes”. De esta manera, para los niveles de mayoría más bajos, del 60% computados sobre nivel de deuda, se introducen esperas de hasta cinco años de principal o intereses y/o conversiones en estructuras de deuda subordinada de tipo participativo. Para niveles de mayoría del 75%, computados sobre nivel de deuda, se establecen esperas de hasta 10 años, quitas y/o conversiones en capital.

Estas homologaciones obligan o arrastran la deuda sin garantía, pero también la que sí tiene garantía real por aquella parte que excede el valor de dichas garantías, medidas con unas reglas que la propia norma proporciona.

Se establece así un mecanismo de arrastre incluso para acreedores con garantía real, estableciendo esta vez la base de cómputo para las mayorías necesarias sobre el valor excedente de la garantía frente a la deuda. Con esta regla de medición, mayorías del 65% permiten de nuevo homologar esperas de hasta cinco años y conversiones en préstamos participativos; mientras que mayorías superiores al 80% admiten forzar esperas de hasta 10 años, quitas o conversiones en capital.

Adicionalmente, la norma permite la homologación en posiciones sindicadas, lo que había hecho correr “ríos de tinta” en las pocas experiencias existentes, lo que introduce un marco de seguridad jurídica clara sobre la forma de proceder. No obstante, se exige una mayoría reforzada del 75%.

Por tanto, podemos decir que el nuevo Real Decreto-ley 4/2014 supone una

auténtica revolución en materia de homologación, con una legislación que podemos considerar vanguardista en el panorama internacional. Quedan por comprobar los efectos prácticos y dificultades de aplicación que se irán poniendo de manifiesto a medida que la legislación se vaya utilizando en el día a día de las operaciones.

No obstante, siguen quedando retos importantes en el ámbito de la homologación que no han sido resueltos.

- Por un lado, se podría destacar el hecho de la incapacidad para imponer el arrastre y homologación a otros acreedores no financieros, incluidas las administraciones públicas.
- Por otro lado, existen dudas sobre la capacidad de imponer la homologación y por tanto el arrastre a las líneas de circulante, pólizas de crédito no dispuestas, avales y otros instrumentos de financiación de circulante. Sin este elemento la homologación queda “coja” como herramienta de refinanciación.

### ***El preconcurso***

La figura del preconcurso nos acompaña desde la reforma de la Ley Concursal de marzo de 2009. Desde entonces, ha evolucionado, pasando de un mero instrumento de protección de los administradores sociales ante supuestos de concurso culpable por dilación en la presentación del concurso voluntario, hasta convertirse en un marco legal para la negociación.

El nuevo art. 5 bis de la Ley Concursal introduce mejoras importantes, como son:

- la confidencialidad en la comunicación,
- la paralización de ejecuciones de bienes necesarios para la continuidad del negocio,
- la paralización de ejecuciones singulares promovidas por los acreedores financieros cuando exista un “Stand Still” o pacto de espera,

suscrito por más del 51% del pasivo financiero.

Sin embargo, son varios los puntos que la reforma no ha abordado y que harían del preconcurso un marco todavía más estable y útil para llevar a cabo la reestructuración de las compañías:

- Por un lado, sería necesario poder paralizar las ejecuciones de los créditos de derecho público, ya que en ocasiones son las ejecuciones de estos créditos las que están forzando la entrada en concurso de las compañías.
- Por otro lado, podría ser necesario paralizar ejecuciones no solo de acreedores de pasivos financieros, sino de algún proveedor que sea especialmente relevante.
- Por último, el periodo de tres meses más uno debería poder ampliarse en determinados supuestos y bajo supervisión judicial a la vista de la evolución del proceso de negociación y del estado de la situación de la compañía. En la práctica este proceso de casi cuatro meses puede resultar insuficiente. Si no se están produciendo agravamiento de la situación de los proveedores o trabajadores y/o existen avances en la negociación, el plazo debería ampliarse, impidiendo la entrada en concurso. El plazo insuficiente puede hacer que muchas compañías desistan del amparo del 5.bis por no ser capaces de asegurar que podrán alcanzar un acuerdo a tiempo.

### ***Preservación del valor***

El segundo gran campo de mejora de la legislación concursal vigente tiene que ver con el concepto de preservación de valor para las partes del proceso. Se trata de un asunto clave que impacta tanto en los acreedores como en los accionistas, empleados u otros grupos de interés que, en numerosas ocasiones, no tienen margen de maniobra para aprovechar los activos disponibles.



A nadie se le escapa que en el proceso de refinanciación la compañía sufre un fuerte deterioro. La propia entrada en concurso supone otra vuelta de tuerca en este proceso de destrucción de valor. Hasta ahora, existía cierta estigmatización de la empresa concursada que se ha ido suavizando en los últimos años a medida que se ha extendido el número de compañías y sectores que se han visto afectados por este tipo de procesos. No obstante, no cabe duda de que, a día de hoy, la entrada en concurso afecta a la imagen de la compañía y a sus operaciones, lo que repercute de manera relevante en el valor de sus activos, por lo que se necesitan mecanismos ágiles que permitan la realización rápida de algunos de ellos.

En la legislación concursal vigente, la venta de unidad productiva previa a la

liquidación se contempla a potestad del juez del concurso. Los concursos en los que se producen ventas de unidades de negocio en fase común se están llevando a cabo sobre la base de interpretaciones flexibles de la Ley Concursal que no siempre se producen. La legislación parece seguir optando por la vía de la liquidación como mecanismo de venta de activos, pero cuestiones como la pieza de calificación, la sustitución de los administradores sociales que dejan de estar presentes en esta fase y el momento procesal en el que esto se produce pueden estar frenando actuaciones más claras a favor de mejores opciones. Las ventas de unidades productivas en fase común o en liquidación son procesos lentos, lo que hace que los activos pierdan mucho valor por el mero paso del tiempo.

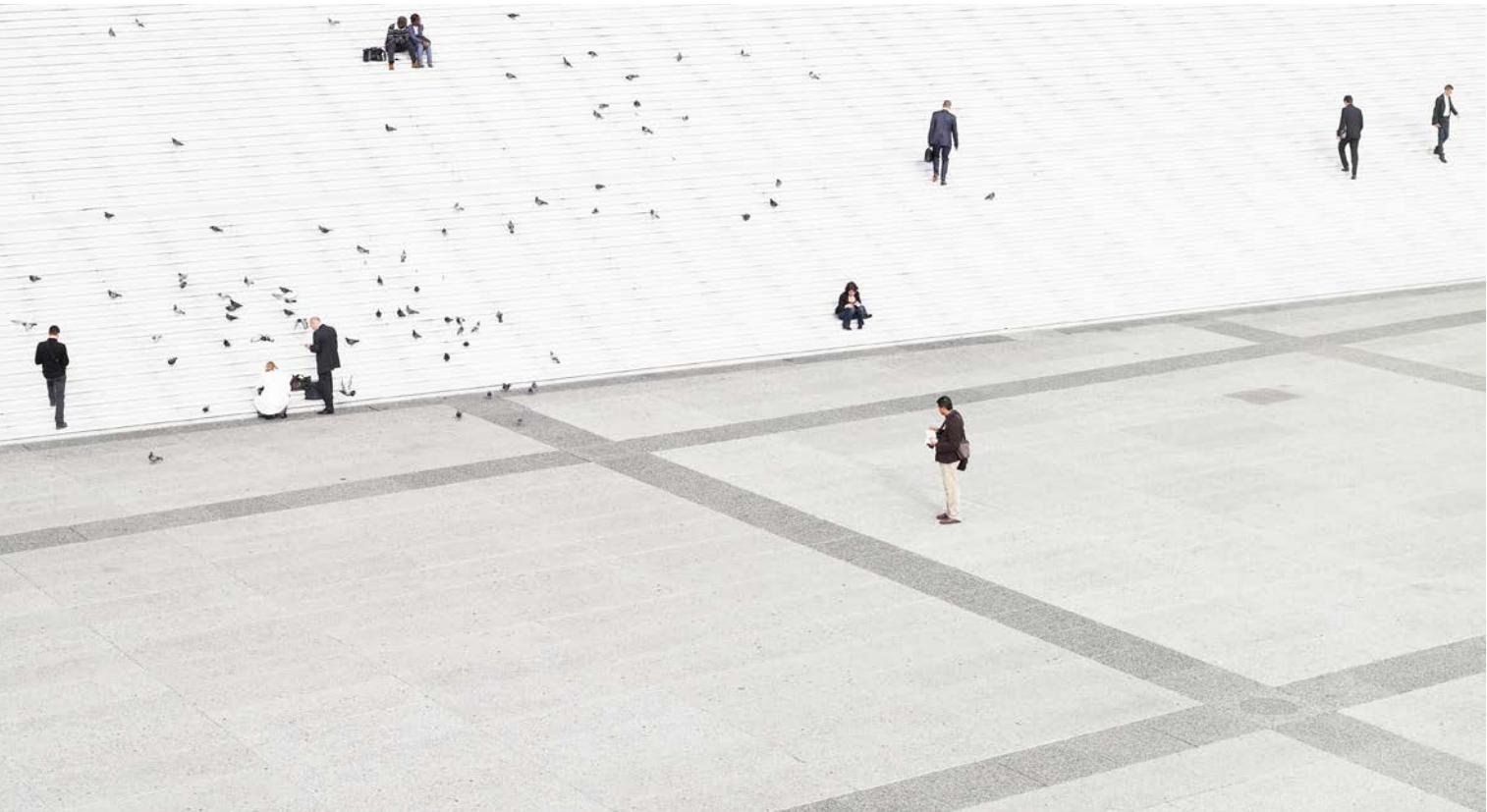
Es preciso ponderar el difícil equilibrio entre la preservación del valor, que está ligada con la rapidez en todos los procesos y decisiones, y la defensa de los intereses de los acreedores con el fin de contar con los elementos y las cautelas necesarias para elegir la mejor solución. Ambas cuestiones actúan en sentido contrario y, a día de hoy, no existe un entorno legislativo claro. De hecho, se tiende a favorecer las garantías para el proceso en detrimento de la rapidez y la preservación del valor.

La legislación concursal debería imponer mecanismos claros, como existen en la legislación francesa, para determinar de forma rápida si una compañía es capaz de pagar los gastos necesarios para continuar su actividad e imponer, caso de que esto no sea posible, procesos ordenados, transparentes y rápidos para buscar la venta, como un

todo o en partes. El objetivo de este tipo de mecanismos es preservar la mayor cantidad de valor en el menor tiempo posible.

Otro ámbito mejorable de la legislación tiene que ver con la representación que los acreedores tienen en el proceso concursal. Hoy día, éstos solo existen cuando votan un convenio o cuando deciden ejecutar una garantía, pero no forman parte del proceso.

Esta ausencia de los acreedores en el día a día de los procesos convive con la existencia de una cuestionable y poco ética actitud de algunos profesionales que se dedican a la administración concursal. La profesión de administrador concursal sigue sin contar con un colegio profesional que garantice unos requisitos mínimos para tan compleja actividad.



La práctica, junto con el sistema de nombramiento y el mecanismo de remuneración fomentan que sigan existiendo actuaciones cuya motivación está muy lejos tanto de las necesidades y viabilidad de las compañías concursadas como del pago a los acreedores.

En estos procesos, se repiten los casos en los que los jueces de lo mercantil viven lejos del día a día de la administración de las concursadas. Sería recomendable que como parte de su formación, los jueces de lo Mercantil actuaran, durante 6 ó 12 meses, como adjuntos a los administradores concursales.

En este campo, hemos identificado dos medidas que se deberían llevar a la práctica para mejorar los procesos:

- Por una parte, los acreedores deberían poder decidir activamente sobre la

figura del administrador concursal que represente sus intereses para asegurar que los mismos se gestionan de manera adecuada.

- Por otro lado, se debería crear la figura del “comité de acreedores” como órgano supervisor de las actuaciones llevadas a cabo por el administrador concursal. De esta forma, el juez sólo tendría que supervisar la existencia de acuerdos entre la compañía y sus acreedores durante el proceso.

## Principales conclusiones

1. El Real Decreto-Ley 4/2014 ha supuesto un importante paso adelante en la mejora de los procesos de refinanciación y del preconcurso.
2. Ha sido una pena que la figura del preconcurso no paralice también posibles acciones de las entidades de derecho público, tradicionalmente quienes más acostumbrados están a iniciar acciones de ejecución en situación preconcursal.
3. ¿Por qué no homologar también a entidades de derecho público? ¿Y por qué no pedir también un esfuerzo a los proveedores?
4. Se debería simplificar el proceso de liquidación. Las compañías que demuestran su incapacidad para financiar su actividad, deberían venderse de manera transparente, ágil y rápida.
5. Se ha desaprovechado la oportunidad de aplicar los efectos del arrastre y homologación de situaciones concursales.
6. Se debería crear un colegio profesional de administradores concursales.
7. Los acreedores deberían tener capacidad de controlar el día a día de la actividad del administrador concursal en beneficio de la transparencia y la mejora en el cobro de sus créditos.

# 3

---

*Reglas de “juego” comunes entre entidades: ¿utopía o realidad?*

Desde que empezó la crisis, las entidades financieras han venido refinaciando sus créditos con el objeto de minimizar o diferir el impacto de potenciales impagos en sus cuentas de resultados. A la luz de los resultados vividos en los procesos, se pone de manifiesto que, en numerosas ocasiones, las entidades financieras participantes en los procesos operan con intereses contrapuestos, lo que dificulta la operatividad diaria y, en cierta medida, agrava la situación de las compañías. Prueba de ello, es que ninguna entidad responde del mismo modo a las peticiones de las empresas en el marco de un proceso de refinanciación y que el apoyo que otorgan está determinado, en gran medida, por el peso relativo del endeudamiento concedido y su nivel de provisión de partida.

Transcurridos seis años desde que empezó la crisis, no existen criterios claros sobre reglas comunes en los procesos de refinanciación, lo que obliga a invertir mucho tiempo y recursos en establecer las posiciones de partida que permitan su puesta en marcha.

La competencia existente entre las entidades es trasladada a un gran número de procesos, donde se podría entender que se anteponen intereses particulares frente a los propios de la compañía objeto de refinanciación. Estas posiciones, buscan resarcir hechos pasados o agravios cometidos en otros momentos por sus competidores, motivando que en algunos casos los procesos sean complejos, de mayor duración e incluso perjudiciales para la empresa refinaciada.

Adicionalmente, es destacable el hecho de que una gran parte de los procesos de refinanciación, los de pequeña cuantía, se gestionan dentro de muchas entidades por personal no especializado en esta materia y con poco control por parte de los equipos directivos de las entidades, lo que alarga los procesos y los hace más inefficientes.

Unas reglas de juego comunes y similares a las existentes en el mercado anglosajón, las llamadas *London rules*, ayudarían significativamente a encauzar los procesos de refinanciación de manera ordenada y sin competencia entre entidades. Este escenario, aunque deseable, es de difícil ejecución. En otros países europeos con mayor experiencia y tradición en este campo, las entidades respetan la existencia de normas básicas de comportamiento similares a las de las *London Rules*.

### ***London Rules, un marco que mejora los procesos***

Las *London Rules* recogen de manera sucinta cuál debe ser el comportamiento y el camino para llevar a cabo una refinanciación de manera ordenada, transparente y eficaz. Estas normas se expresan en cinco puntos, con los que todo proceso debería contar:

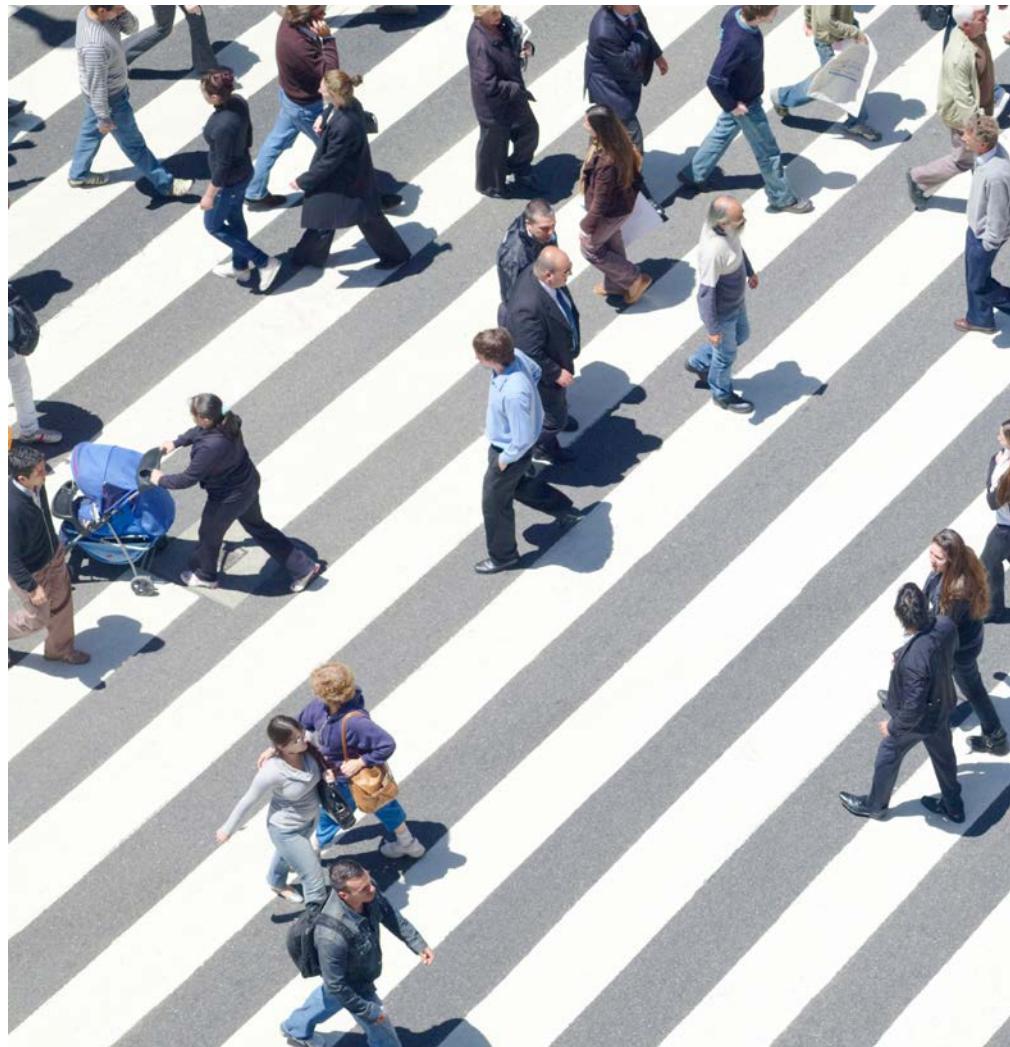
1. Pacto de espera en tiempo suficiente para determinar el cuánto, cuándo y cómo de un proceso de refinanciación.
2. Información apropiada, en tiempo para juzgar lo que da de sí el negocio.
3. Banco líder con experiencia, que informe y maneje relaciones de manera adecuada con el resto de acreedores financieras.
4. Financiación obligatoria de las necesidades de corto en proporción a la deuda existente.
5. Utilización, en su caso, como mediador del Banco de España o a un tercero independiente.

En el caso de España, resulta alarmante ver la cantidad de procesos en los que las cuatro primeras reglas se incumplen de manera sistemática. Dicho incumplimiento hace que los procesos sean largos y muy inefficientes.

En este sentido, el recién aprobado Real Decreto-ley 4/2014, establece que “quedarán suspendidas las ejecuciones singulares promovidas por los acreedores de pasivos financieros... siempre que se justifique que un porcentaje no inferior al 51 por ciento de pasivos financieros han apoyado expresamente el inicio de las negociaciones encaminadas a la suscripción del acuerdo de refinanciación, comprometiéndose a no iniciar o continuar ejecuciones individuales frente al deudor en tanto se negocia”. Esta novedad supone un avance en la legislación vigente que favorece el curso normal de las

negociaciones en el marco de una refinanciación.

Todas estas iniciativas de mejora, podrían recopilarse por parte del regulador en un manual o documento de recomendaciones de buenas prácticas de las entidades en materia de reestructuraciones financieras. Además, estas medidas se podrían incluir como parte de la responsabilidad social corporativa de las entidades con el objetivo último de que, al margen de intereses contrapuestos, fuera la compañía refinaciada la beneficiada de una reestructuración clara, definida y útil para asegurar su viabilidad.



## **Principales conclusiones**

- 1.** El alto grado de competencia y gestión de los procesos de refinanciación entre las entidades financieras impide que se tomen en consideración unas reglas claras que faciliten un punto de partida común para agilizar las refinanciaciones.
- 2.** El consenso del sector apunta a que unas recomendaciones sobre buenas prácticas en materia de refinanciaciones por parte del regulador ayudarían en gran medida a establecer un criterio común que revertiría en el éxito de los procesos de refinanciación.
- 3.** Un pacto de espera suficientemente largo, una entidad líder, la financiación de las necesidades a corto plazo que permite negociar y la existencia de información completa y a tiempo deberían ser elementos indiscutibles de todo proceso de reestructuración de deuda.



# 4

---

*El dinero nuevo y  
los nuevos inversores*

Las exigencias regulatorias que han sufrido las entidades financieras desde que se inició la crisis financiera no sólo se han trasladado en materia de provisiones, sino también, en nuevos requerimientos, como los niveles mínimos de *core capital*. Adicionalmente a estas obligaciones, la liquidez disponible en el sistema ha marcado la facilidad o dificultad para acceder a financiación adicional por parte de las compañías.

El esfuerzo que han realizado las entidades a través del reconocimiento de pérdidas latentes, junto con el saneamiento de los activos *non performing* y con las políticas de provisiones sobre el dinero nuevo han limitado las posibilidades de prestar dinero.

El dinero nuevo que se ha prestado durante los años de crisis ha sido, en muchos casos, con el fin último de evitar la entrada en concurso de acreedores y consolidar las nuevas garantías otorgadas. Sin embargo, es importante resaltar que la mayor parte de las compañías españolas encuentran sus principales líneas de financiación en el endeudamiento bancario, dada la poca tradición de mercados regulados alternativos donde obtener fondos. Los niveles de apalancamiento del sistema son altos y existen necesidades de financiación adicional. Por ello, independientemente de un problema de regulación existe una clara bancarización de todo nuestro sistema, que hace que las compañías no encuentren alternativas a unos bancos que hasta ahora no han tenido apetito por financiar, ni una demanda atractiva que justifique dicha financiación (Figura 5).

Este hecho, hace más necesaria, si cabe, la circulación del dinero en el sistema por parte de los bancos, principales prestatarios de las compañías. El regulador vela por las entidades financieras y su tamaño sistémico, pero

no sobre el potencial impacto que puede tener la regulación sobre la economía real. Este contexto, complejo y duro, convive con la realidad de muchas compañías que necesitan una nueva entrada de capital que permita su viabilidad en el corto y medio plazo, así como revertir la situación actual. Las pocas empresas que consiguen acudir a un mercado diferente al bancario lo hacen en un escenario donde el dinero es limitado y muy caro, lo que dificulta todavía más su obtención.

La entrada de dinero nuevo se realiza en un contexto donde, en muchos casos, el problema de las compañías es el circulante, donde suele existir una dificultad clara para atender toda la corriente de pagos. Ante la imposibilidad de obtener financiación, las escasas posibilidades tratan de ser cubiertas por distintas fórmulas que generen el menor agravio posible a todas las entidades, como la utilización de instrumentos de descuento o *factoring*, donde el flujo corriente de emisión de facturas sirva en garantía de ese nuevo dinero.

Otras opciones también utilizadas pasan por el aplazamiento de instrumentos de pago, como el *confirming* como medida capaz de reducir el déficit existente. Pese a la multitud de propuestas para obtener liquidez, la normativa no diferencia entre los distintos instrumentos financieros y considera que todos deben recibir el mismo tratamiento de provisiones que el resto de endeudamiento otorgado.

En definitiva, en cada proceso en el que se ponen de manifiesto necesidades adicionales de caja para dar continuidad a la compañía, la solución pasa por tratar de reutilizar o reconvertir los instrumentos actuales. Por tanto, se trata de no disponer o retrasar la utilización de instrumentos que supongan nuevo endeudamiento para la compañía. Independientemente de las dificultades de obtención de dinero nuevo por un régimen regulatorio estricto y que no

diferencia entre clientes y sectores, existe una clara aversión a otorgar nuevas financiaciones a compañías donde se ha puesto de manifiesto la imposibilidad de repagar el endeudamiento más antiguo y que, por tanto, no han cumplido con las expectativas depositadas por parte de las entidades.

A esta aversión se añade a una cuestión de confianza sobre los gestores/administradores actuales y las dudas sobre si son la mejor opción para maximizar el valor en el corto o medio plazo, lo que dificulta las posibilidades de otorgar este nuevo endeudamiento. Igualmente, los escenarios de nueva financiación deben entenderse en un contexto donde el esfuerzo que es demandado a las entidades financieras, debería compartirse en alguna medida por sus administradores, como síntoma inequívoco de apoyo al proceso de refinanciación, así como una muestra de confianza y en la nueva compañía reestructurada.

En los últimos años, han aterrizado de manera definitiva los fondos de inversión *distress* en nuestro país en busca de nuevas oportunidades de inversión en compañías en situación crítica. La mayor parte de los fondos que han decidido invertir en España lo han

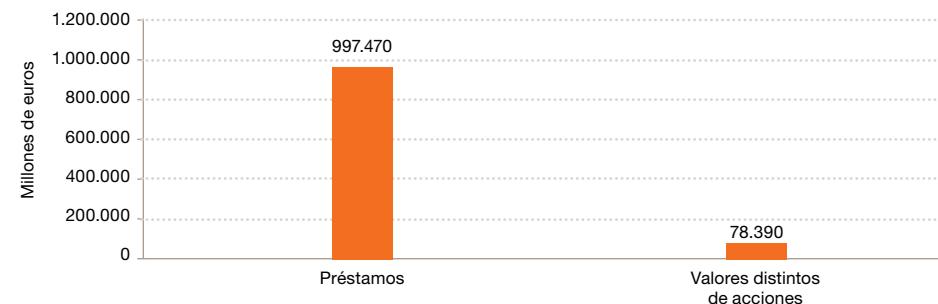
hecho con el objeto de comprar activos o deuda que a día de hoy están siendo liquidados por las entidades financieras tenedoras de los mismos.

Hemos visto igualmente la entrada de estos fondos, muchas veces de manera hostil, en compañías no inmobiliarias. Dicha entrada, ha compensado en algunos casos la negativa de los financiadores existentes a prestar el dinero nuevo necesario para financiar los planes de reestructuración.

Los fondos que buscan este tipo de inversiones suelen ser receptores de altos rendimientos, en gran medida por el riesgo que asumen al entrar en empresas que se encuentran lejos de parámetros de rentabilidad. Como consecuencia de ello, las condiciones propuestas suponen un elevado coste para accionistas y acreedores previos a su entrada, algo que en numerosas ocasiones no es fácil de asumir.

La tipología de inversión de estos fondos pasa por tratar la viabilidad actual o algunas veces potencial de la compañía. Estos fondos invierten con horizontes temporales más largos y basan su éxito en la entrada de un equipo especializado que pueda cambiar la situación de la compañía y volver a la senda de la rentabilidad.

**Figura 5.  
Financiación de empresas no financieras en España. Febrero 2014**



Fuente: BDE. Boletín Estadístico Febrero 2014. Elaboración propia

En este sentido, el nuevo Real Decreto-Ley 4/2014 establece en su disposición adicional segunda que tendrán consideración de créditos contra la masa “los créditos concedidos al concursado en el marco de un convenio”, lo que favorece la suscripción de nuevos convenios de acreedores que precisen de financiación adicional para poder llevar a cabo con garantías el plan de viabilidad y facilita el acceso a nueva financiación por la especial protección en caso de concurso. No obstante, se sigue manteniendo la subordinación de los intereses para este dinero nuevo, lo que supone un freno a la concesión al dificultar el objetivo de rentabilidad. Podríamos decir que se da “una de cal y otra de arena”.

De nuevo, los niveles de provisión juegan un papel relevante, ya que un crédito provisionado es más fácilmente vendible. Por otro lado, los fondos demandan en muchas ocasiones quitas relevantes con carácter previo a su inversión y estarían dispuestos a injectar dinero en compañías con niveles de deuda sostenible. La liquidez aportada por los fondos iría encaminada a financiar reestructuraciones operativas, o de circulante, pero requiere esfuerzos por parte de los acreedores financieros. De hecho, éstos estarán más o menos dispuestos, en parte, en función del nivel

de provisiones con el que cuenten. La llegada del fondo evidencia y cuantifica la pérdida de valor que se ha producido en la compañía. En este contexto, la quita surge como un mecanismo para que los nuevos accionistas generen valor. Por tanto, las entidades financieras acreedoras son reacias a acceder a quitas, sin que se produzca un cambio de control en las compañías o un repago razonable de su deuda, como el que podría suceder con la entrada de un fondo. A partir de aquí se abre el horizonte a nuevas soluciones, como serían las de mecanismos de “subasta holandesa”, en los que el nivel de quitas es variable en función de la rapidez con la que se produce la salida. Sin embargo, no existe un consenso claro sobre si esta alternativa es una opción compartida por las entidades financieras como solución que pudiera facilitar la entrada de dinero nuevo. En líneas generales, los accionistas e inversores de las entidades, no consideran que éstas deban asumir un papel activo en las compañías y una buena parte de ellas entiende que su rol debe limitarse a su actividad natural.

Es una pena ver cómo los financiadores tradicionales de nuestro país han desaprovechando oportunidades para financiar procesos de reestructuración a cambio de remuneraciones muy elevadas, aprovechadas por fondos de *distress*.

## Principales conclusiones

1. La fuerte bancarización de nuestra economía junto con la regulación existente limita la obtención de dinero nuevo para empresas refinanciadas.
2. Es necesario que la financiación bancaria tradicional vuelva a enfocarse en prestar a las PYMES y que se consoliden otras fuentes de financiación alternativas.
3. Los financiadores tradicionales deberían empezar a contemplar las rentabilidades que generan las financiaciones de situaciones distress.

# 5

---

*Mayor alcance en las  
refinanciaciones buscando las  
reestructuraciones operativas*

Desde que comenzó la crisis económica hemos asistido a diferentes fases en la solución de los problemas de endeudamiento de las compañías.

En una primera etapa de la crisis se llevaron a cabo procesos de refinanciación consistentes en la congelación de la deuda, otorgando un plazo de uno o dos años de carencia en la amortización del capital, pensando que la crisis duraría unos meses y que después vendría una recuperación que permitiría retornar a los niveles de generación de caja anteriores y continuar con el ritmo de amortización de la deuda tras esta interrupción temporal. Los procesos consistían en ganar tiempo.

En una segunda fase, una vez que se constató que la crisis era profunda y que iba a perdurar en el tiempo, se empezó a encaminar los procesos en la búsqueda de estructuras de deuda que fueran soportables por los niveles de generación de caja de las compañías, asumiendo entonces los acreedores que habría partes de la deuda que serían de difícil recuperación en el corto o medio plazo. Este proceso todavía no está consolidado.

En estos momentos, en la mayor parte de los procesos seguimos inmersos en la

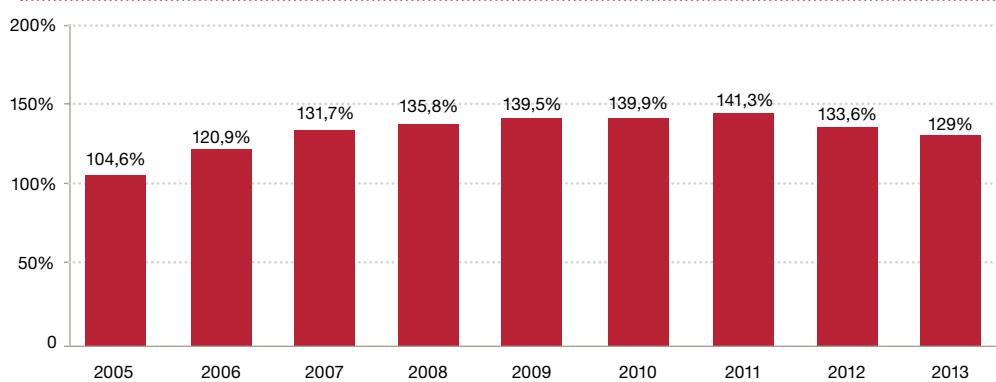
segunda fase. Seguimos analizando cuáles son los niveles de deuda que razonablemente podrán soportar las compañías en un escenario de crecimiento bajo de los ingresos, que parece que es lo que nos depara el futuro más inmediato, sin que se haya producido una reducción relevante en los niveles de apalancamiento de las compañías (Figura 6).

Durante este tiempo la mayor parte de compañías han llevado a cabo procesos de reducción de costes para adaptar sus estructuras internas a un entorno de reducción de ingresos generalizado. Sin embargo, son pocas las empresas que han llegado a una tercera fase en la que se trabajen, no únicamente los niveles de deuda o de costes, sino que se acometan cambios profundos en las operaciones de la compañía o en las estrategias de posicionamiento de mercado a medio o largo plazo, que ayuden a revertir la situación actual.

Las compañías industriales deben abordar procesos de reestructuración complejos que implican cambios en la gestión y/o en la producción. En muchos sectores existe un exceso de capacidad instalada que, con los niveles de demanda y producción que se prevén a medio plazo, hace poco probable

Figura 6.

**Endeudamiento empresas no financieras españolas (% PIB)**



Fuente: Elaboración propia sobre datos de Cuentas financieras Economía Española. Banco de España

volver a escenarios de rentabilidad. Especialmente existen muchas empresas de tamaño medio que no cuentan con la masa crítica suficiente para abordar procesos de internacionalización o que son incapaces de absorber su estructura de costes fijos y son más débiles en entornos cambiantes (figura 7).

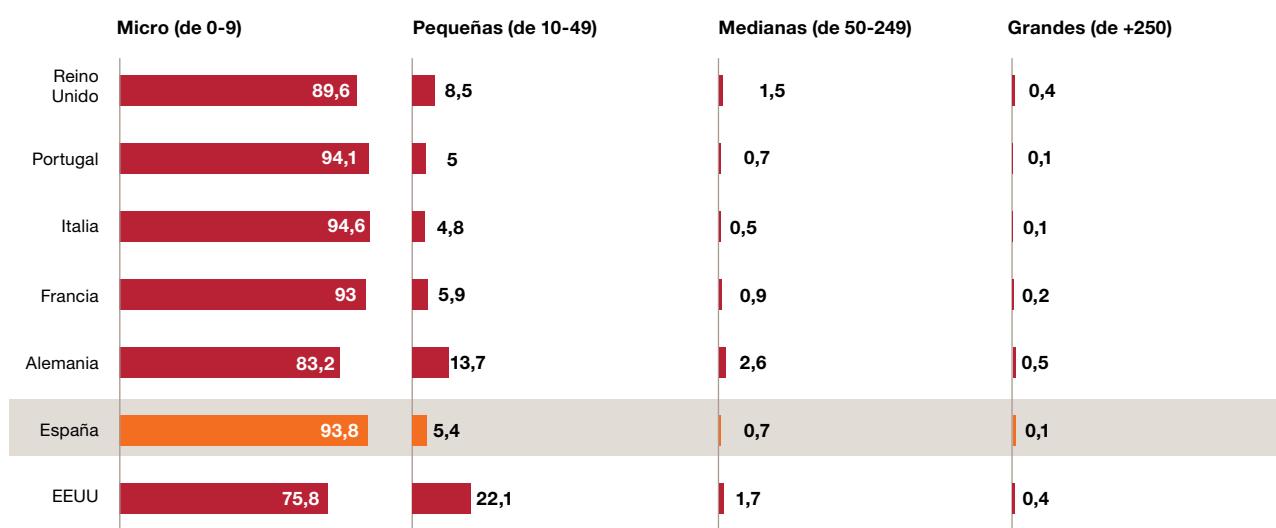
En este contexto, se pone de manifiesto la necesidad de abordar reestructuraciones reales en compañías que permitan adaptar sus estructuras de producción y canales de venta, no sólo al escenario económico actual, sino también consolidar unas bases sólidas de cara al futuro de forma que cuenten con estructuras más estables para aguantar los envites de posibles crisis. Todo ello, permite dar mayor visibilidad a la capacidad de las compañías de generar caja y repagar su deuda, así como facilitar el retorno a escenarios de rentabilidad.

La búsqueda de sinergias para optimizar costes en procesos de concentración, la eliminación de capacidades productivas excedentarias o la integración de

canales de ventas son algunas de las mejoras que se podrían obtener en estos procesos.

De especial trascendencia sería el aumento del tamaño medio de las compañías mediante la búsqueda de los llamados “campeones” sectoriales a través de procesos de concentración. El tamaño medio de la empresa española es reducido en comparación con el de la empresa alemana o anglosajona. Esto se traduce en una menor capacidad de utilización de fuentes alternativas a la financiación bancaria, como la emisión de bonos u otros instrumentos de deuda que requieren una masa crítica mínima para ser rentables o, simplemente, para poder acceder a ellos. Este factor puede ser uno de los que explique la alta dependencia de la empresa española del sistema bancario como fuente de financiación. La falta de tamaño afecta también a la capacidad de internacionalización de las compañías, ya que éste es un proceso complejo que requiere disponer de recursos y de capacidad financiera, algo que no está al alcance de todas las compañías.

**Figura 7.**  
**Distribución del tejido empresarial por número de empleados (% sobre el total)**



Fuente: Eurostat (2013) y Centre for entrepreneurship, SMEs and local development, OCDE (2013)

Es interesante analizar cuáles son las características de las empresas encaminadas a sobrevivir en estos procesos de concentración. Aunque se trata de un ejercicio complejo, se puede apuntar que las compañías con una ventaja competitiva clara, fruto de su especialización, y aquellas con un menor nivel de endeudamiento relativo serán candidatas claras a la supervivencia.

Cabría analizar también cuáles son los factores que hay tras el reducido número de reestructuraciones operativas llevadas a cabo de forma efectiva en compañías españolas en los últimos años. Podríamos citar al menos tres:

- La inexistencia de estructuras de gestión suficientemente desarrolladas donde propiedad y dirección se mezclan y donde existen muchas reticencias a la separación de poderes y, por tanto, a la pérdida de control sobre el negocio que se podría producir en un proceso de concentración. Una parte importante de las empresas españolas tiene carácter familiar, con muchos miembros de la familia en las posiciones clave de gobierno de la compañía.
- La existencia de miedos o incapacidad de los actuales gestores de la compañía para llevar a cabo cambios tan profundos como los que son necesarios a la hora de abordar un verdadero proceso de reestructuración operativa. En muchas ocasiones será preciso contar con un nuevo equipo gestor que llegue con “aire fresco” para poder acometer los cambios necesarios.
- La falta de presión por parte de los acreedores financieros, a diferencia del mercado anglosajón, en donde estas medidas son impuestas por dichos acreedores en momentos muy tempranos del proceso de refinanciación.

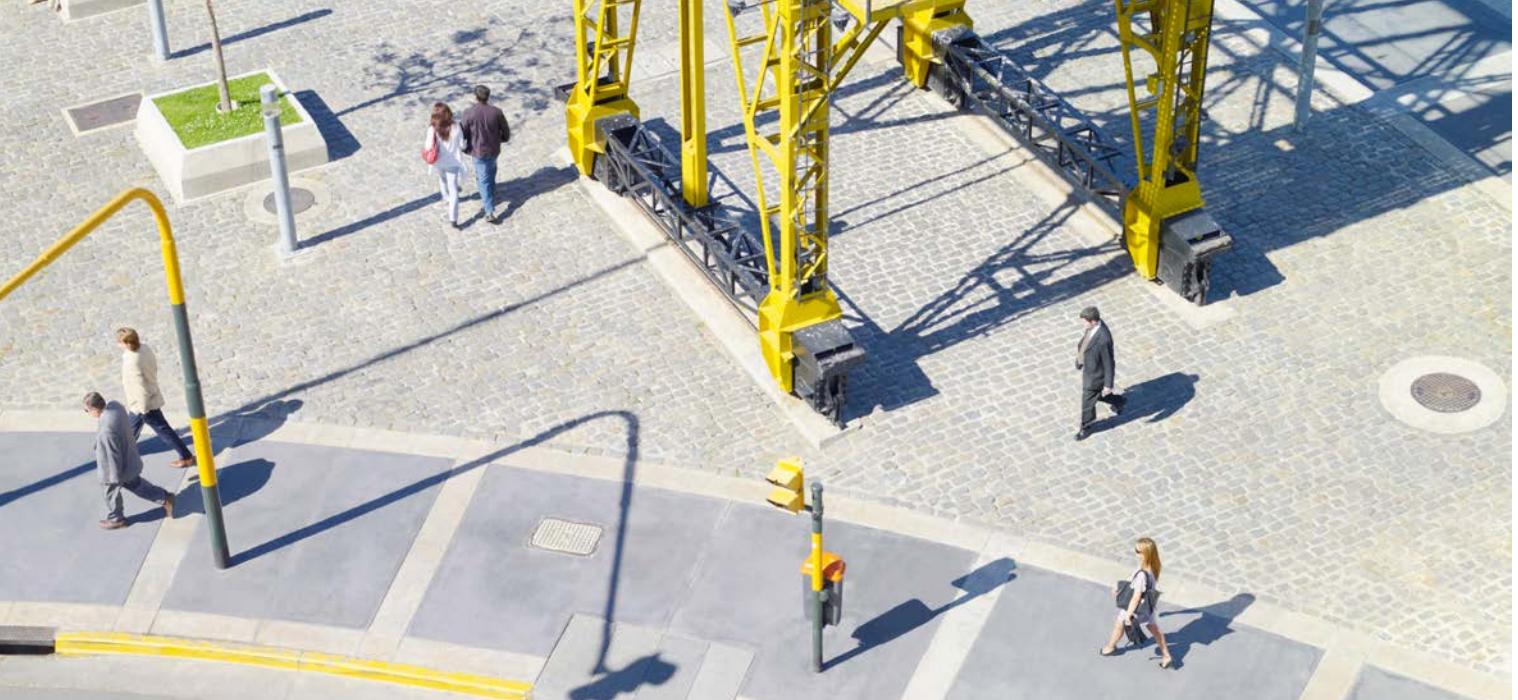
Ante este panorama, parece necesaria una mayor capacidad de los acreedores de impulsar estos procesos, en el entendimiento de que una parte importante del recobro de su deuda estará ligado a los resultados positivos que los cambios y las nuevas medidas sean capaces de generar.

En última instancia, una vez se ha constatado que el valor de las acciones es nulo y que la compañía no es capaz de cubrir su deuda, los acreedores financieros deberían poder tomar el control de la empresa y pasar a gestionar la propia recuperación de su deuda, provocando así concentración sectorial, aplicando medidas operativas y contribuyendo a la creación de los denominados “campeones sectoriales”.

Está por ver el cambio que supondrá la introducción de la presunción de concurso culpable que se aplica a administradores sociales, socios y apoderados que se hubiesen negado sin causa justificada a la capitalización de créditos o emisión de instrumentos convertibles, frustrando la consecución de un acuerdo de refinanciación de los previstos en el artículo 71.bis 1. Ley Concursal.

El proceso establecido de existencia de varios informes sobre la bondad del proceso, podría llevar a que esta presunción no ejerciera la presión debida en los administradores sociales y socios de compañías a la hora de aceptar las ecuaciones de canje que resulten de dichos procesos de conversión de deuda en capital por parte de los acreedores financieros. Habrá que estar a lo que resuelvan los jueces mercantiles en las sentencias que se vayan produciendo en las secciones de calificación, en donde se acaben juzgando estas presunciones de culpabilidad.

Para poder llegar a un cambio de tanta trascendencia es necesario que se produzcan también cambios regulatorios y de mercado, que permitan eliminar



alguno de los miedos existentes que actúan como freno a las tomas de control por parte de las entidades financieras.

En este sentido, se puede afirmar que existe inquietud en las entidades financieras sobre el concepto de “administración de hecho” y las consecuencias que para las posiciones acreedoras de las entidades podría tener dicha calificación en un posterior concurso de la empresa refinanciada. No obstante, la experiencia nos dice que este miedo está razonablemente infundado y que no existen evidencias de que esto esté sucediendo. Son muy limitados los procesos en los que las entidades financieras, tras la toma de control de una compañía (por la imposición de un equipo gestor o de medidas operativas), hayan sido condenadas por los Tribunales por la llamada “administración de hecho”.

El Real Decreto-ley 4/2014 ha venido a otorgar mayor seguridad jurídica en estos aspectos al establecer específicamente, salvo prueba en contrario, la no concurrencia de administración de hecho en acreedores que hayan suscrito un acuerdo de refinanciación bajo las reglas establecidas en artículo el 71.bis Ley Concursal.

Habría que reformar también el propio proceso de toma de control y sustitución

de los administradores. Incluso contando los acreedores financieros con la pignoración de las acciones de la sociedad, la toma de control se demora en el tiempo y provoca que en ocasiones se busque someter estas pignoraciones a otras legislaciones europeas en un intento de ganar velocidad en el proceso de ejecución, conscientes de que tiene que ser un proceso rápido para que sea eficaz.

De nuevo cabe mencionar el Real Decreto-ley 4/2014 por la precisión que ha introducido a la hora de hablar de activos necesarios para la continuidad del negocio que no son ejecutables sin autorización del juez del concurso en compañías que cuentan con la protección de una comunicación formal de negociación formulada al amparo del artículo 71.bis1. de la Ley Concursal. En este sentido, se establece expresamente que no son necesarias para la continuidad del negocio las acciones o participaciones sociales destinadas a la tenencia de un activo. Esto nos hace pensar que las ejecuciones de acciones sobre las que exista una pignoración deberían ser algo más rápidas.

El segundo gran miedo entre las entidades es el que tendría que ver con los resultados prácticos de estas “tomas de control” por parte de los acreedores

financieros. De nuevo, se trata de un miedo infundado, ya que la experiencia muestra que las ocasiones en que se han llevado cabo estas medidas, tomando las entidades el control de las compañías, se han obtenido resultados razonablemente positivos y se han acometido auténticos procesos de reestructuración de la deuda para llegar a niveles sostenibles.

El último factor a batir sería el de la presión mediática. Podría parecer que las entidades financieras están “agrediendo” a los accionistas de estas compañías al tomar el control de las mismas. Este factor tiene especial relevancia en un contexto en el que parte del sistema financiero ha sido apoyado con financiación pública para superar la crisis. No obstante, debemos pensar si realmente es la protección de los accionistas y gestores de las compañías el punto crítico al que debemos prestar atención o si es la supervivencia del propio tejido productivo y, por tanto, de los empleos que de él dependen lo que debe centrar los esfuerzos. Entendido esto, la presión de la opinión pública se vería reducida.

Por último las Administraciones Públicas podrían jugar un papel

relevante en este proceso, facilitando un marco regulatorio adecuado para estas operaciones que otorgue las suficientes garantías jurídicas a todos los intervenientes en el proceso.

En este sentido, la principal reforma tendría que servir para mejorar la seguridad jurídica de los procesos de conversión de deuda en acciones por parte de las entidades financieras. Facilitar un marco de provisiones adecuado para este tipo de compañías sería muy relevante. El hecho de convertir una parte de la deuda en capital supone un cambio sustancial en la compañía y tendría que ser tenido en cuenta en la provisión. Quizás este reconocimiento no tendría por qué producirse de forma inmediata, pero sí en el medio plazo, mediante la liberación de dichas provisiones, de manera que las entidades tuvieran un aliciente para optar por este tipo de estructuras.

La nueva regulación en materia de provisiones para casos de reestructuración llevados a cabo bajo ciertos parámetros, que el Banco de España ha emitido tras el Real Decreto-Ley 4/2014, abre una puerta a la esperanza en este campo.

## **Principales conclusiones**

- 1. Necesitamos construir campeones nacionales en numerosos sectores. Esto se podría hacer tratando la concentración de determinadas industrias.**
- 2. La falta de profesionalidad de muchos gestores, el miedo a los cambios profundos y la imposibilidad de hacer presión por parte de los acreedores ha impedido forzar muchos procesos de reestructuración.**
- 3. ¿Estamos ante un cambio cultural hacia la toma de control?**

## Contactos

### ***Enrique Bujidos***

Socio de PwC  
Restructuring  
+34 915 684 356  
[enrique.bujidos@es.pwc.com](mailto:enrique.bujidos@es.pwc.com)

### ***Antonio Amorrich***

Director de PwC  
Concursal  
+34 915 685 163  
[antonio.amorrich.campos@es.pwc.com](mailto:antonio.amorrich.campos@es.pwc.com)

### ***Francisco García Oliva***

Socio de PwC  
Restructuring  
+34 915 684 055  
[francisco\\_jose.garcia.oliva@es.pwc.com](mailto:francisco_jose.garcia.oliva@es.pwc.com)

### ***Javier Hernández***

Director de PwC  
Legal-Financiero  
+34 932 532 006  
[javier.hernandez.hernandez@es.pwc.com](mailto:javier.hernandez.hernandez@es.pwc.com)

### ***Nicolás Borges***

Socio de PwC  
Estrategia y Operaciones  
+34 915 685 262  
[nicolas.borges.marcos@es.pwc.com](mailto:nicolas.borges.marcos@es.pwc.com)

### ***Julio Ichaso***

Director de PwC  
Concursal  
+34 932 532 759  
[julio.ichaso@es.pwc.com](mailto:julio.ichaso@es.pwc.com)

Un nuevo patrón de crecimiento que se sustenta en cinco pilares principales:  
**internacionalización, innovación, economía baja en carbono, economía del conocimiento y modernización de las Administraciones Públicas.**



*Crecimiento Inteligente*

El proyecto está coordinado por Jordi Sevilla,  
*senior counsellor* de PwC.

Más información en [www.pwc.es](http://www.pwc.es)



**pwc**

PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 157 países con más de 184.000 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en [www.pwc.es](http://www.pwc.es)

© 2014 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L., firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.