



Cuaderno 10

## ¿Cómo realizar una reestructuración financiera?

---

Madrid

Barcelona

Bilbao

San Sebastián





## ¿Cómo realizar una reestructuración financiera?

NORGESTIÓN viene prestando desde su fundación, a inicios de la década de los 70, sus servicios profesionales de asesoramiento integral a empresarios y directivos en cuatro áreas diferenciadas:

- El Corporate Finance o asesoramiento en la reorganización de las estructuras financiero-patrimoniales corporativas.
- El Asesoramiento Jurídico y Tributario.
- La Consultoría de Dirección.
- La Gestión Temporal de Empresas en procesos de cambio.

Estos "Cuadernos NORGESTIÓN" pretenden sintetizar y divulgar parte de nuestro conocimiento y experiencia en diferentes temas que consideramos de interés.

### Títulos de la Colección "Cuadernos NORGESTIÓN"

---

- |  |   |
|--|---|
| 1 - ¿Cómo comprar o vender una empresa?          | 6 - ¿Cómo se gestiona una Empresa Familiar?                 |
| 2 - ¿Qué es el Capital Riesgo?                   | 7 - ¿En qué consiste el "Protocolo Familiar"?               |
| 3 - ¿Qué es un "Management Buy Out" (MBO)?       | 8 - ¿Cómo se valora una empresa?                            |
| 4 - ¿Qué es una "Due Diligence"?                 | 9 - ¿En qué consiste una fusión de empresas?                |
| 5 - ¿Cómo funciona un Consejo de Administración? | <b>10 - ¿Cómo realizar una reestructuración financiera?</b> |

## ¿Cómo realizar una reestructuración financiera?

### Índice

Introducción .....	5
¿Cuándo acometer un proceso de reestructuración financiera? .....	6
¿Por qué el Asesoramiento cuando se quiere reestructurar un negocio? .....	7
¿Cuáles son los objetivos de un proceso de reestructuración financiera? .....	8
¿Cuál es el proceso típico de reestructuración financiera en una empresa? .....	9
Paso 1: El Mandato, acuerdo básico entre Cliente y Asesor .....	9
Paso 2: Trabajos previos: análisis de la situación actual .....	10
Paso 3: Elaboración del Plan de Negocio .....	10
Paso 4: Desarrollo de una estrategia financiera en base al Plan de Negocio de Reestructuración .....	11
Paso 5: Identificación de gestos y garantías adicionales .....	12
Paso 6: Elaboración de un Memorando .....	13
Paso 7: Presentación a acreedores y negociación .....	14

### Objetivo de este Cuaderno

Suministrar al lector información relacionada sobre las operaciones de reestructuración financiera de empresas para que tenga información básica sobre cómo acometer una operación de este tipo.

Desde 1972 NORGESTIÓN ha venido prestando asesoramiento de Corporate Finance a la propiedad y equipos de dirección de compañías de distintos sectores de actividad y tamaño diverso. Este documento sintetiza parte de nuestro conocimiento y experiencia.

## Introducción

**La actividad económica se caracteriza por sus ciclos;** épocas de bonanza se entremezclan con fases de recesión derivadas, en parte, de la necesidad de purgar los excesos que se generan en los mercados durante las etapas expansivas, cuando confluyen factores tales como bajos tipos de interés, exceso de liquidez, burbujas especulativas, etc.

En cualquier caso, el origen de estos ciclos económicos recesivos es coyuntural, es decir, cada ciclo debe ser analizado de forma individualizada. Según el economista austriaco Schumpeter, "**cada fluctuación económica constituye una unidad histórica** que no puede explicarse sino mediante un análisis detallado de los numerosos factores que concurren en cada caso".

Adicionalmente, a pesar de que la duración de un ciclo económico recesivo varía en función de numerosos factores (sector de actividad, nivel de desarrollo y grado de estabilidad de cada economía nacional, etc.), sí que

existe consenso, gracias a los estudios realizados por numerosos economistas, en que **las oscilaciones más cortas no tienen una duración inferior a los 3-4 años.**

Por lo tanto, las crisis económicas son acontecimientos recurrentes, que se explican por factores, muchas veces comunes en diferentes crisis a lo largo de la historia, pero cuya naturaleza real debe ser analizada de forma específica. Asimismo, son periodos que se prolongan en el tiempo y por lo tanto, requieren de una especial proactividad y anticipación por parte de los gestores de las compañías a fin de que sus efectos sean lo menos dañinos para las empresas.

Este cuaderno versa, en resumidas cuentas, sobre la necesidad de iniciar de forma ágil y expeditiva, procesos de reestructuración en periodos de crisis prolongada, que eviten una destrucción de valor en la compañía.

## ¿Cuándo acometer un proceso de reestructuración financiera?

Un proceso de reestructuración financiera se origina cuando se evidencia dentro de la empresa una duda razonable en lo que respecta a su capacidad para cumplir con los compromisos adquiridos con los acreedores (siendo habitualmente éstos, entidades financieras, acreedores comerciales, instituciones públicas, etc.).

Las causas que llevan a una compañía a tener que abordar un proceso de reestructuración se pueden producir, tanto por problemas inherentes a la propia empresa (operativos, de gestión, financieros, etc.) como por amenazas sectoriales o cambios de ciclo en la actividad económica.

El proceso de reestructuración financiera no debería acometerse cuando la empresa ya esté afectada por una falta de liquidez, escenario que se produce de manera habitual, sino que debe ser el resultado de un análisis previo que implica un seguimiento pormenorizado de aspectos tanto macroeconómicos (indicadores generales de la eco-

nomía, comparativa con las empresas del sector; marcos regulatorios, etc.) como microeconómicos (ratios de rentabilidad de la compañía, ratios financieros, etc.).

El paso inicial que la compañía debe dar ante esta problemática es comunicar a todos sus acreedores la situación real de la empresa y dar paso a una negociación que impida el vencimiento anticipado de las deudas por el incumplimiento de los pactos. A partir de aquí, se desencadena todo un extenso y arduo trabajo financiero y jurídico que difícilmente puede ser realizado internamente por cualquier compañía.

## ¿Por qué el Asesoramiento cuando se quiere reestructurar un negocio?

La reestructuración financiera de una empresa **es una operación compleja** (distintos enfoques y conocimientos) **y extraordinaria** (por su singularidad y excepcionalidad) que exige un buen asesoramiento. Aunque la propiedad que se enfrenta a una operación de estas características haya tenido alguna experiencia previa en situaciones de crisis, es desaconsejable que se involucre totalmente en el proceso ya que, entre otras razones, existe el riesgo de que desatienda de manera involuntaria la gestión diaria del negocio. Si bien todos los procesos de operaciones corporativas suponen un elevado grado de desgaste, las reestructuraciones financieras son especialmente complejas e intensivas en tiempo y recursos.

La idoneidad de contar con un buen asesor que le ayude en una decisión tan estratégica parece evidente si se quiere reducir riesgos y maximizar el éxito de la operación.

Sin confianza no puede haber asesoramiento. Por este motivo el empresario debe saber escoger un buen asesor que al menos debiera responder al siguiente perfil:

- I. Una **Acreditada Experiencia**. Lo que es ajeno y desconocido para el cliente no lo debe ser para el asesor; que está familiarizado con estas operaciones.
- II. Un **Prestigio Reconocido**. Los acreedores, principalmente los financieros, se valdrán de la opinión del asesor del deudor a la hora de valorar la viabilidad de la compañía. Por lo tanto, resulta crítico contar con un asesor cuyo trabajo y opinión sea de total garantía para las entidades financieras.
- III. Un **Conocimiento Global y Multidisciplinar**. Un enfoque exclusivamente jurídico es insuficiente y limitado. La reestructuración de una empresa requiere un conocimiento empresarial, económico, fiscal y por supuesto jurídico. Quien quiera realizar una operación de este tipo debe pensar en un asesor que le aporte una

experiencia y conocimiento multidisciplinar que difícilmente puede ser prestado exclusivamente por un abogado.

**IV. Una Capacidad de Gestión.** Los procesos de reestructuración no siempre se resuelven con éxito en todas las compañías; en determinados casos, la única alternativa es el Concurso de Acreedores. Por lo tanto, el asesor debe contar con experiencia relevante en este campo e incluso tener la capacidad para afrontar una gestión temporal de la compañía.

Por supuesto, la presencia de un interlocutor alternativo a los hasta ahora existentes favorecerá una negociación con una mejor predisposición por todas las partes.

### **¿Cuáles son los objetivos de un proceso de reestructuración financiera?**

La existencia de una problemática coyuntural no debe dañar el buen nombre y el prestigio que la compañía ha construido a lo largo de los años. Sin embargo, sí debe ser motivo de reflexión y discusión interna acerca de la validez del modelo de negocio actual.

Ello conlleva la necesidad de tomar decisiones delicadas, de cuestionar el modelo de negocio, de valorar la posibilidad de vender activos e incluso de aportar recursos adicionales que reafirmen el compromiso de los accionistas con el proyecto.

Por lo tanto, el objetivo fundamental pasa por demostrar ante los acreedores, tanto financieros como comerciales, la existencia de un proyecto viable y con recorrido en el corto y medio plazo, que cuenta con el total respaldo de los accionistas.

En el caso que los estudios preliminares demuestren que la única salida de la compañía es el Concurso de Acreedores, el objetivo primordial del asesor será ayudar a los accionistas en el cumplimiento de los criterios establecidos en la Ley Concursal, garantizando la salvaguarda de su patrimonio.

### **¿Cuál es el proceso típico de reestructuración financiera en una empresa?**

A continuación se detalla un proceso más o menos estandarizado de cómo acometer una operación de este tipo.

Evidentemente, cada operación tiene sus particularidades que hacen que el proceso pueda requerir planteamientos y variantes específicas para cada caso.

De forma sintetizada se presentan los principales “pasos” a considerar en cualquier operación de reestructuración:

#### **Paso I: El Mandato, acuerdo básico entre Cliente y Asesor**

Asumiendo que cualquier operación de reestructuración requiere la intermediación de asesores experimentados, resulta imprescindible regular la relación cliente-asesor bajo un contrato de mandato que recoja las siguientes consideraciones: definición de los servicios a prestar por

el asesor, obligaciones de las partes, metodología (principios de exclusividad, confidencialidad...), equipo de trabajo, honorarios y calendario tentativo.

En resumidas cuentas, el mandato compromete al asesor, que define los servicios que debe prestar y sus obligaciones. Pero también el cliente, que asume ciertos compromisos para continuar con la operación de reestructuración.

### **Paso 2: Trabajos previos: análisis de la situación actual**

Como paso inicial, resulta fundamental llevar a cabo un estudio en profundidad de la situación actual de la compañía y su evolución reciente, tanto desde el punto de vista de balance como de cuenta de resultados y, por supuesto, de caja.

El análisis de la empresa, que debe completarse con reuniones con el equipo directivo, irá dirigido a determinar las causas que han llevado a la compañía a iniciar un proceso de estas características. Este ejercicio incor-

pora, por lo tanto, una reflexión estratégica en la que el asesor deberá valorar las diferentes sensibilidades y opiniones que existen dentro del seno del equipo directivo acerca de la situación actual de la compañía.

Asimismo, es primordial entender las fuentes de generación y destrucción de cashflow en la empresa. Saber dónde y porqué se está consumiendo, así como comprender las distintas fuentes de procedencia del negocio y valorar la capacidad de pago de nuestros clientes.

### **Paso 3: Elaboración del Plan de Negocio**

Actualizar o, en caso de no existir, elaborar un Plan de Negocio pormenorizado que incluya la situación actual de la compañía, así como proyecciones a 2-3 años que reflejen la evolución prevista de la empresa.

La base para realizar las proyecciones financieras debe ser la reflexión estratégica planteada previamente, y debe incluir aspectos tales como la introducción de mejoras operativas, posibles redefiniciones del nego-

cio, desarrollo de líneas de actividad alternativas, etc. Todas estas acciones, bien soportadas y argumentadas, darán confort a los acreedores. Mantener el status quo en estas situaciones resta credibilidad al equipo directivo y por ende a la compañía.

Dicho Plan de Negocio ha de ser agresivo en lo que a recorte de costes se refiere, si bien, los objetivos tanto en costes como en evolución de la actividad, han de ser asumibles por parte de la Dirección y defendibles ante los acreedores.

A partir del Plan de Negocio se preparará un presupuesto de tesorería que ofrezca visibilidad sobre los flujos de caja del negocio en el corto / medio plazo. El cashflow permitirá evaluar la capacidad de la compañía de atender los compromisos existentes, tanto con acreedores comerciales, como con entidades financieras y otro tipo de acreedores.

Adicionalmente, la elaboración de diferentes escenarios, sensibilizando las variables críticas del modelo,

permitirá tanto al equipo directivo como a los acreedores gestionar y valorar las incertidumbres que amenazan el futuro de la compañía.

#### **Paso 4: Desarrollo de una estrategia financiera en base al Plan de Negocio de Reestructuración**

La generación de una herramienta que permita conocer los excedentes o las necesidades de caja es indispensable a la hora de diseñar una estrategia para el repago de las deudas contraídas.

En función de los resultados que arroje el análisis del cash-flow tendremos diferentes alternativas para negociar con los acreedores. Ampliar el plazo de la deuda, establecer quitas u obtener una carencia de principal y/o intereses están entre las demandas más habituales. Asimismo, también existe la posibilidad de solicitar financiación adicional.

El nivel de tesorería actual, así como la caja que la empresa está capacitada para generar en los próxi-

mos meses, es igualmente clave para determinar si la continuidad del negocio es viable o la empresa está abocada a presentar el Concurso de Acreedores.

Uno de los elementos más importantes en este tipo de procesos es la **gestión de los tiempos**, tanto en lo referente a la rapidez de evaluación e implementación de las medidas a adoptar de cara a salvar el negocio si éste es viable, como en la diligencia y la velocidad en presentar el Concurso.

A pesar de la imagen dañina que los empresarios parecen tener del Concurso de Acreedores, es conveniente resaltar que éste no implica la liquidación de la compañía, sino que puede permitir a la empresa beneficiarse de determinadas particularidades que pueden ser clave en la continuidad del negocio. Para ello, y como hemos resaltado, es fundamental la velocidad en la toma de decisiones ya que cuando los daños en la empresa son irreversibles, ésta se ve abocada a la liquidación.

### **Paso 5: Identificación de gestos y garantías adicionales**

Antes de iniciar los contactos con las entidades acreedoras, se debe realizar un ejercicio de reflexión con la propiedad de la compañía acerca de las contrapartidas que ésta puede ofrecer a sus acreedores.

Las cesiones más comunes en la actualidad son las ampliaciones de capital por parte de los socios actuales, la pignoración de activos o ampliación de garantías, los compromisos de reducción de costes o la venta de activos, entre otros.

También se puede considerar la inclusión de un socio en el accionariado de la compañía, a pesar de que perjudica a los accionistas actuales que se diluyen como consecuencia de la entrada de un tercero a valoraciones inferiores a las reales.

## Paso 6: Elaboración de un Memorando

Las estructuras de deuda de las compañías están reguladas por diversas cláusulas y ratios que determinan las obligaciones de pago y los niveles de solvencia financiera que deben cumplir los deudores. Al objeto de certificar que dichas condiciones se cumplen, existe un flujo de información periódico entre los deudores y las entidades financieras que permite el seguimiento por parte de éstos de la dinámica de sus prestatarias. Así pues, las entidades financieras difícilmente se verán sorprendidas por las dificultades financieras en las empresas a las que han aportado recursos. Es decir, la información que en primer lugar demandarán las entidades financieras cuando su prestataria decide acometer una reestructuración, no serán los estados financieros actuales, de los cuales ya disponen con toda seguridad, sino un documento detallado que explique las debilidades de la compañía y las soluciones que se plantean.

Consecuentemente, es primordial elaborar un **Memorando** que contenga todos los aspectos mencionados en los puntos anteriores: información detallada sobre las causas que han llevado a la compañía a la situación actual, medidas, acciones y estrategia definida por la empresa de cara a garantizar la viabilidad de la misma, así como un planteamiento de refinanciación.

Este Memorando constituirá el documento base sobre el cual girarán las negociaciones, y su evaluación por parte de los acreedores es fundamental de cara a certificar la credibilidad de la compañía y de su equipo Directivo. Así pues, tanto el Memorando como las proyecciones financieras deben caracterizarse por un alto grado de prudencia, considerando la tendencia de nuestro sector de actividad en particular y de la economía en general.

El uso de escenarios alternativos (suelen incluirse dos adicionales, aparte del caso base) que sensibilicen las variables críticas de la compañía, aporta un elevado valor al análisis.

### Paso 7: Presentación a acreedores y negociación

En esta fase se presenta el Memorando a los acreedores y se les informa de las actuaciones que serán necesarias para asegurar la viabilidad de la compañía y el cumplimiento de las obligaciones con los mismos.

Como ya se ha comentado anteriormente, la estrategia acerca de los “gestos” que los accionistas están capacitados para ofrecer, debe ser trazada con anterioridad a las reuniones iniciales con los acreedores. Esto es así porque la primera demanda, principalmente de las entidades bancarias, será comprometer a los accionistas en el desembolso de fondos adicionales para el proyecto o la entrega de garantías añadidas.

Llegados a este punto, el asesor cuenta con un amplio conocimiento de la empresa y ha intervenido activamente en todo el proceso de configuración de la estrategia negociadora. Esta experiencia, unida a la importancia que los acreedores, principalmente los bancos, otorgan al hecho de contar con un **interlocu-**

**tor familiarizado con este tipo de procesos**, facilitará las negociaciones.

La negociación es un proceso complicado y más si se trata de una operación tan espinosa como una reestructuración. Requiere de técnica, experiencia, flexibilidad e imaginación; además, es inevitable que la relación con el interlocutor habitual haya sufrido un elevado grado de desgaste.

Disponer de un potente servicio jurídico es otro de los requisitos básicos en esta fase, toda vez que los *term sheets*, que recogen todos los términos y condiciones que se negocian y que son la base sobre la que posteriormente se redactarán todos los contratos de reestructuración, se caracterizan por un elevado grado de sofisticación. Por tanto, se requiere de un elevado nivel técnico y un alto grado de especialización jurídica en el caso de los abogados asesores de una empresa que atraviese por un proceso de reestructuración, más aún, en caso de verse sometida a un procedimiento concursal.

Desde el punto de vista jurídico, las soluciones en el marco de una reestructuración empresarial pueden ser complejas y variadas y requieren un enfoque multidisciplinar para adoptar las medidas más adecuadas al caso particular. De este modo, se hace preciso coordinar las diferentes áreas jurídicas que afectan a la empresa, tales como las áreas societaria, laboral y fiscal, entre otras, con la finalidad de diseñar el traje que mejor se adapte a la situación por la que atraviese la empresa en cuestión; resulta clave atender a sus dificultades concretas y a sus particulares características, como puede ser el sector de negocio en que se desenvuelve.

El asesor jurídico debe tener la capacidad, también relevante, de comunicarse y entender al asesor financiero, de tal suerte que sepa plasmar en los documentos de contenido jurídico las necesidades identificadas por el equipo consultor. Estos documentos deben constituir un vehículo hábil para dar efectiva solución a los problemas de la empresa y es indudable que el mayor o

menor éxito de esta actividad profesional depende, en gran medida, de la experiencia adquirida en el desarrollo de la mencionada habilidad comunicativa.

Como puede apreciarse, una operación de reestructuración es compleja, consume mucho tiempo, requiere experiencia y conocimiento, y tiene un elevado índice de riesgo.

Quien se encuentre en la necesidad de llevar a cabo un proceso de reestructuración financiera de su negocio debe tener en cuenta todas estas circunstancias y debe ser extremadamente selectivo en la elección de un buen asesor para minimizar los riesgos y maximizar el resultado.



## Notas del lector



Editado por



www.norgestion.com

Socio Fundador



www.mergers-alliance.com

Bangalore, Barcelona, Beijing, Bilbao, Birmingham, Bogotá, Bologna, Chennai, Chicago, Den Bosch, Frankfurt, Helsinki, Hong Kong, Istanbul, Johannesburg, Kiev, Kolkata, London, Madrid, Mauritius, Moscow, Mexico City, Miami, Milan, Mumbai, New Delhi, New York, Nottingham, Paris, Rio de Janeiro, San Sebastián, Sao Paulo, Singapore, Stockholm, Surat, Sydney, Tokyo, Toronto, Warsaw.



---

**Madrid**

Velázquez, 55  
28001 Madrid  
Tel.: 91 590 16 60

**Barcelona**

Pº de Gracia, 7  
08007 Barcelona  
Tel.: 93 342 62 27

**Bilbao**

Gran Vía, 29  
48009 Bilbao  
Tel.: 94 435 23 11

**San Sebastián**

Pº de Francia, 4  
20012 San Sebastián  
Tel.: 943 32 70 44



