

# **Operacions de reestructuració en l'empresa. Alguns aspectes pràctics**

FRANCISCO J. LÓPEZ LUBIAN  
IE Business School

Data recepció: 7/04/2012

Data acceptació: 12/07/2012

## **RESUM**

En els últims anys la continuïtat de moltes empreses ha passat per la negociació de processos de reestructuració, tasca a la qual ha dedicat bona part del seu temps l'alta direcció. En parlar de reestructuració sol pensar-se solament en refinançament del deute quan, en la major part dels casos, per aconseguir aquest refinançament cal dur a terme una reestructuració dels actius.

Amb la reestructuració operativa es tracta de fer viable l'empresa a curt termini i aconseguir uns fluxos de caixa lliure (FCL) que assegurin la continuïtat de l'empresa a mitjà i llarg termini. La reestructuració financera afecta creditors financers i comercials, així com accionistes, empleats i clients i fins i tot la Hisenda Pública i les diferents Administracions Públiques. El pla de viabilitat i reestructuració ha de buscar l'equilibri entre viabilitat de l'empresa i sacrificis dels diferents agents.

## **PARAULES CLAU**

Reestructuració financera, Reestructuració operativa, Viabilitat econòmica, Rendibilitat econòmica, Negociació.

## **ABSTRACT**

In the last years, the continuity of several companies had required a negotiated restructuring process, a task that implied an important

dedication of top management's time. Any restructuring process should not be only focused on the debt, since before getting an agreement on debt's refinancing, the company needs to have a realistic operational restructuring on the assets.

An operational restructuring focuses on short term economic feasibility of the company, and in getting additional Free Cash Flows (FCF) to insure company's long term survival. Financial restructuring affects to several agents, like financial and commercial creditors, company's shareholders, employees and customers, and tax authorities. Any restructuring plan needs to find out a balance of the sacrifices asked to the different agents involved in the process.

## KEYWORDS

Operational restructuring, Financial restructuring, Economic feasibility, Economic profitability, Negotiation.

---

## 1. Introducció

Durant els últims anys, i com a conseqüència de la crisi iniciada en 2007, la continuïtat de moltes empreses ha passat per la negociació de processos de reestructuració, tasca a la qual han dedicat bona part del seu temps l'alta direcció. Certament, empreses de sectors molt diversos han sobreviscut —o no— gràcies a la seva capacitat de reestructurar el seu actiu i refinançar totalment el seu deute.

I aquest és un primer punt important, ja que quan es parla de reestructuració sol pensar-se solament en refinançament del deute, quan en la major part dels casos, per aconseguir aquest refinançament cal dur a terme una reestructuració dels actius.

## 2. Els aspectes operatius i financers en una empresa<sup>4</sup>

En efecte, resulta molt convenient distingir entre els aspectes operatius i els aspectes financers que existeixen en qualsevol activitat empresarial.

---

4. En aquest apartat es recullen algunes idees desenvolupades en el meu llibre «Cómo gestionar los riesgos corporativos» Wolters Kluwer, Madrid, 2010.

Els primers inclouen totes les polítiques operatives —a curt, mitjà i llarg termini— que es resumeixen en els fluxos de caixa lliure (FCL), mentre que els aspectes financers es refereixen a les polítiques associades a una correcta gestió dels passius nets: estructura de capital i polítiques d'endeutament i apropiada remuneració al capital.

En termes de la informació financera-comptable, aquesta distinció entre aspectes operatius i financers pot expressar-se de la següent forma:

### 1. Aspectes Operatius

A curt termini: Compte d'explotació operatiu.

Inclouen decisions sobre polítiques de preus, costos, despeses, logística, producció, etc.

A curt i mitjà termini: Actius Corrents Nets (ACN)<sup>5</sup>.

Inclouen decisions sobre polítiques de cobraments, pagaments, inventaris, *cash management*.

A mitjà i llarg termini: Actius Fixos Nets.

Inclouen decisions sobre inversions i desinversions en actius fixos.

Resulta evident que, sota aquesta perspectiva, el FCL és un excel·lent resum de la generació de liquiditat associada als aspectes operatius d'una empresa no financera. En efecte:

FCL

BAIT

- Impostos

= BAIdT

+ Amortització

= FCL Operatiu

+/- Variació en ACN

Aspectes operatius associats

A curt termini associats amb el C. explotació

= FCL per inversions en ACN → A curt i mitjà termini associat amb ACN

+/- Variació en Actius Fixos

= FCL per inversions en AF → A mitjà i llarg termini associat amb AF

De tal forma que el FCL total pot descompondre's en els tres components a dalt citats:

5. Definitos com Actius corrents operatius - Passius corrents operatius.

+ FCL Operatiu
+ FCL per inversions en ACN
+ FCL per inversions en AF
<hr/>
= FCL Total

És evident que per entendre com es genera de manera sostenible un FCL positiu en una empresa no financera, cal entendre com l'aplicació de les diverses polítiques operatives contribueix a la sostenibilitat dels components del FCL. És a dir, no es tracta només de generar un FCL positiu, sinó de conèixer d'on prové.

A manera d'exemple, considerem les tres següents situacions:

	<u>Situació 1</u>	<u>Situació 2</u>	<u>Situació 3</u>
FCL Oper	+400	0	-100
FCL ACN	-100	-50	+150
FCL Inv AF	-100	+250	+150
FCL Total	+200	+200	+200

Encara que en les tres situacions es genera un FCL positiu de 200, en analitzar com es genera en cadascuna de les situacions sembla clar que és més sostenible el que prové de la situació 1 que el de les restants. Per què? Perquè el principal component del FCL total es deriva dels aspectes operatius de l'empresa, en contrast amb la situació 2, on hi ha un FCL de 200 perquè s'ha generat caixa a través de desinversions en actius fixos.

## 2. Aspectes Financers

Inclouen totes les decisions que afecten a la manera de finançar les necessitats operatives: estructura de capital, polítiques d'endeutament i política de relacions amb els accionistes. En termes d'anàlisi de valor econòmic, aquests aspectes financers estarien inclosos en els diversos components del cost mitjà ponderat de capital:

- 1) estructura de capital (ràtio deute/recursos propis)
- 2) cost del deute
- 3) cost dels recursos propis

Aquesta separació entre aspectes operatius i financers és un enfocament que té molts avantatges a l'hora d'analitzar una empresa no financera

sota la perspectiva del valor econòmic. Addicionalment, permet una primera classificació general dels diversos riscos existents, separant el risc operatiu (conjunt de riscos relacionats amb els aspectes operatius) del risc financer (els associats als aspectes financers).

### **3. Quan és necessària una reestructuració financera?**

Una empresa necessita afrontar una reestructuració financera quan es troba en una situació d'impossibilitat d'incompliment del pla de pagaments del deute. És a dir, quan els FCL són inferiors als pagaments del deute (principal i interessos).

La necessitat de reestructurar la totalitat del deute d'una empresa sorgeix en la majoria de les ocasions amb motiu de les dues següents situacions:

- a) greus tensions de liquiditat com a conseqüència d'una disminució significativa dels ingressos i/o un increment substancial en els costos, la qual cosa posa en dubte la capacitat de l'empresa de fer front als seus compromisos operatius i financers a curt termini;
- b) severa caiguda del valor de mercat d'actius estratègics de l'empresa, amb la consegüent deterioració de les garanties quan s'han produït finançaments específics d'actius.

S'inicia llavors un procés de reestructuració del deute en el qual es tracta d'aconseguir un acord privat sobre els futurs termes i condicions del deute amb l'objectiu de fer viable l'empresa quan ja existeix una situació actual o imminent d'insuficiència financera. En un sentit més ampli, es tracta d'acordar com es reparteix el flux de caixa de la companyia entre els diferents proveïdors de capital i altres creditors per evitar una fallida i/o liquidació massa onerosa per als diferents agents econòmics i socials afectats.

D'aquesta afirmació es dedueixen una sèrie de característiques que convé comentar:

- 1) En un procés de reestructuració es tracta d'arribar a un acord privat, que eviti un procediment judicial. L'acord també és possible en el marc de la corresponent legislació concursal, encara que llavors sota tutela judicial i sotmès a regles amb freqüència més rígides (conveni de creditors).

- 2) És un acord sobre refinançament en situació d'incompliment del pla de pagaments (*distress*), a diferència d'un refinançament simple on no existeix aquesta tensió financera.
- 3) És un procés que té com a objectiu la viabilitat i continuïtat de l'empresa.
- 4) Solament té sentit si el valor de l'empresa després de la reestructuració financera és major que el valor de l'empresa en liquidació.
- 5) Se suposa que s'han implementat prèviament unes certes mesures de reestructuració operativa que han resultat insuficients per generar el flux de caixa necessari per evitar la situació de *distress*.

#### 4. Operacions de reestructuració operativa

Amb la reestructuració operativa es tracta de fer viable l'empresa a curt termini i aconseguir uns fluxos de caixa lliure (FCL) que assegurin la continuïtat de l'empresa a mitjà i llarg termini. Amb base en aquests FCL després de la reestructuració, es dissenya la reestructuració financera i es determina si el valor de l'empresa després de la reestructuració és major que el valor de liquidació ara.

Com incrementar els fluxos de caixa lliure d'una empresa de manera sostenible? Certament no centrant-se exclusivament en el curt termini.

Amb freqüència s'associa una reestructuració operativa a un conjunt d'accions centrades exclusivament en la millora del compte d'explotació, més concretament en la disminució de despeses i costos que acaben centrant-se en els relacionats amb els treballadors (reducció de plantilles, de salaris, etc.). Reduir una reestructuració operativa a una reestructuració de personal és una simplificació que no sol produir efectes permanents.

En efecte, una reestructuració operativa ha d'abastar, o almenys tenir en compte, tots els aspectes operatius que ja s'han assenyalat: a curt, mitjà i llarg termini. Es tracta de generar més flux de caixa sostenible no només a través del compte d'explotació, sinó també d'una millor gestió dels actius nets (circulants i fixos).

Estem parlant d'accions relacionades amb polítiques de preus, millores en costos, en despeses, logística, productivitat, etc. Però també de revisió i millora en polítiques de cobraments, pagaments, inventaris i *cash management*, sense oblidar les necessàries inversions i desinversions en actius fixos.

Al món empresarial existeixen innumbrables exemples d'operacions de reestructuració operativa que s'han concretat en la identificació d'un

problema de liquiditat, analitzar d'on ve i plantejar les possibles solucions que existeixen per superar-lo.

La liquiditat d'una empresa pot provenir de quatre fonts principals:

- a) Liquiditat generada a través dels aspectes operatius relacionats amb el compte d'explotació. Ens referim a la liquiditat que es genera (o es perd) com a conseqüència de l'aplicació de totes les polítiques operatives a curt termini de l'empresa i que es reflecteixen en el compte de pèrdues i guanys: política de preus, de marges, de control de costos i despeses operatives, de retribució salarial, etc. La denominarem liquiditat operativa.
- b) Liquiditat generada (positiva o negativa) a través dels aspectes operatius relacionats amb la gestió del fons de maniobra operatiu de l'empresa. S'inclouen aquí les polítiques de cobrament a clients, condicions de pagament a proveïdors, gestió dels inventaris, posicions de tresoreria operativa, etc. La denominarem liquiditat del fons de maniobra operatiu.
- c) Liquiditat generada per la implantació de la política d'inversions de l'empresa en actius fixos, que pot ser positiva a través d'una política de desinversions. L'anomenarem liquiditat d'inversions a llarg.
- d) Liquiditat generada a través de la política de retribució al capital de l'empresa, així com per la política de finançament amb recursos propis. L'anomenarem liquiditat dels recursos propis.

La suma d'aquests quatre components de la liquiditat d'una empresa genera l'anomenat flux de caixa net, que necessàriament és igual (amb diferent signe) a la variació en l'endeutament de l'empresa. El Quadre 1 resumeix l'estat de liquiditat d'una empresa durant un determinat període temporal.

**Quadre 1. L'anàlisi de la liquidat en AFM, Corporation.  
Any: 2010. Xifres en milions d'euros**

Benefici Net	60
Amortització	35
Liquiditat Operativa	95
Variació en FM Operativa:	
Caixa operativa	-1
Clients	-50
Inventaris	-24
Proveïdors	35
Creditors	25
Total Liquiditat FM Operatiu	-15
Total Liquiditat a curt	80
Total Liquiditat a llarg	-50
Liquiditat Recursos Propis	-10
Total Liquiditat a llarg	-60
Flux de Caixa Net	20
Variació en deute	-20

**Quadre 1.** L'anàlisi de la liquidat en AFM. Font: Alguns comentaris sobre processos de reestructuració financera. Revista Harvard Deusto Finanzas Contabilidad. Desembre 2010. Pàg. 17.

En analitzar la liquidat sota aquesta perspectiva, podem derivar els següents punts:

1. L'amortització o reducció de deute solament s'aconsegueix generant un Flux de Caixa Net (FCN) positiu. En el cas d'AFM, l'empresa va reduir en 20 milions el deute perquè va generar un FCN de 20 milions.



2. Una empresa en una situació permanent de FCN negatiu és insostenible.
3. La liquiditat total a curt generada per una empresa és la suma de la liquiditat operativa i la liquiditat del fons de maniobra operatiu, mentre que la liquiditat a llarg és la suma dels components de liquiditat per inversions i recursos propis. En el cas d'AFM, l'empresa va generar 80 milions a curt, i va destinar 60 milions a finançar polítiques a llarg.
4. Entendre si el problema es genera per manques de liquiditat a curt o a llarg, recurrents o no, és clau per entendre el problema de liquiditat en una empresa. En efecte, els problemes a curt precisen solucions diferents dels problemes a llarg. Els primers solen ser recurrents, mentre que els segons poden ser temporals o associats a fases concretes. Els primers necessitarien de finançament a curt, mentre que els segons haurien de ser finançats amb recursos de deute a llarg.
5. En conseqüència, no es tracta només de generar FCN positiu, sinó d'analitzar la seva sostenibilitat en el temps. En aquest sentit, la situació d'AFM seria molt diferent si els mateixos 20 milions d'euros de FCN es generessin a través de desinversions, en lloc de liquiditat operativa.
6. En una situació irreal de permanent autofinançament d'una empresa, la liquiditat generada a curt seria la quantitat emprada a finançar les polítiques a llarg de l'empresa: inversions i retribució al capital. El FCN seria nul.

Identificat el problema de liquiditat que fa precisa una eventual reestructuració i refinançament de l'empresa, cal elaborar un pla financer, tant a curt com a mitjà i llarg termini, en el qual s'incloguin les mesures operatives que s'implantaran per millorar la liquiditat operativa a curt, mitjà i llarg termini, i els recursos associats que es precisen per fer viable l'empresa.

## **5. Operacions de reestructuració financera**

A diferència d'un procés de refinançament ordinari, on la companyia afronta una negociació bilateral amb entitats financeres en un context en què probablement existeixen diverses alternatives, una reestructuració implica involucrar a multitud d'agents socials i econòmics en una situació de poques alternatives i gran pressió de temps. Per això, la reestructuració fi-

nancera aconsegueix a tots els àmbits de la companyia amb un profund impacte en el seu futur i viabilitat, i tal com s'ha dit amb anterioritat, es debat la seva pròpia supervivència.

La reestructuració financera afecta creditors financers i comercials, així com accionistes, empleats i clients i fins i tot la Hisenda Pública i les diferents Administracions Públiques. El pla de viabilitat i reestructuració ha de buscar l'equilibri entre viabilitat de l'empresa i sacrificis dels diferents agents i quan fracassa, sovint acaba en una costosa liquidació amb severes pèrdues per a tots els afectats.

És fàcil imaginar l'enorme dificultat tècnica i operativa d'un procés d'aquest tipus, no solament pel gran nombre d'implicats sinó també, per l'obvi conflicte d'interessos que destapa.

En quins acords sol concretar-se tota aquesta sèrie de negociacions que forma part d'una reestructuració de deute? Bàsicament podem parlar de quatre:

- 1) Nova programació temporal del pla de venciments del deute, tipologies (prelació i garanties) i renegociació del cost. Aquesta mesura és típica quan es dóna una situació de disminució més o menys temporal dels ingressos de l'empresa, que encara es considera viable.
- 2) Conversió de deute en capital (capitalització) i retribució del capital (política o restriccions de dividendes). S'utilitza quan existeix un excés de deute no resoluble a llarg termini però la companyia té un valor major en funcionament que en liquidació.
- 3) *Spin off (change of recourse)* Exemple: separació de l'«empresa dolenta». Utilitzat en situacions semblants a les esmentades en 2) encara que amb intenció de vendre o atreure nous inversors a l'«empresa bona».
- 4) Pla de negoci en el qual es detallen entre altres assumptes els costos operatius i la política d'inversions. Pot incloure noves línies de liquiditat per afrontar el curt i mitjà termini (dineros nous) que en general obtindrà una súper preferència (*super seniority*).

Un procés de reestructuració de deute és un procés de negociació. Com en tota negociació convé entendre els interessos de les parts implicades, els seus potencials conflictes, els punts forts i febles dels concurrents, el seu poder negociador, etc.

En efecte, les principals parts implicades en una reestructuració del deute són tres: les entitats financeres, l'equip directiu i els accionistes. Els inte-

ressos d'aquestes parts són diferents, ja que les entitats financeres estaran preocupades fonamentalment per la viabilitat de l'empresa i el repagament del seu deute, mentre que a l'equip directiu li interessa prioritàriament la continuïtat de l'empresa i dels seus llocs de treball, i als accionistes, el creixement i els plans de futur. El Quadre 2 resumeix aquesta situació.

## Quadre 2. Conflicte d'interessos entre les parts

Participant	Interessos	Conflicte amb
Entitats financeres	Viabilitat Repagament deute Reducció risc creditici	Visió a llarg Continuïtat, accionistes, acreedors comercials
Accionistes	Creixement Equity story Futur de l'empresa	Visió a curt Risc creditici, acreedors financers. Hisenda
Equip directiu	Continuïtat Manteniment lloc treball	Viabilitat a curt Rentabilitat (accionistes) Acreedors financers

**Quadre 2.** Conflicte d'interessos entre les parts. Font: Processos de reestructuració financera. Revista Estrategia Financiera. Núm. 291. Febrer 2012. Pàg. 29.

En aquest sentit, un dels punts de discussió més importants és acordar un pla de futur realista, en el qual la generació d'un flux de caixa lliure suficient per assegurar la viabilitat a curt no posi en perill el futur de l'empresa a mitjà i llarg termini, amb limitacions en plans d'inversió que serien necessaris per assegurar la continuïtat del negoci.

En definitiva, es tracta d'entendre i arribar a acords sobre la forma amb què l'empresa pot generar liquiditat, tant quantitativament com qualitativa. Més concretament:

Quina és la composició del flux de caixa lliure?

Quina és la seva quantia?

És sostenible en el temps?

A on es destina aquest flux de caixa lliure?

A què es renuncia per generar aquesta liquiditat?

Convé no oblidar que un pla de futur realista ha de tenir en compte el poder negociador de les parts implicades, tant directament com indirectament.

Considerem, per exemple, el paper dels creditors comercials, al que ja hem fet al·lusió a dalt. Una empresa en situació de *distress* sol tenir creditors comercials en una situació de major dispersió i menor risc individual que les entitats financeres. En conseqüència, aquests creditors comercials poden tenir un major potencial per recórrer a un procediment judicial i fer inviable (o dificultar enormement) un procés de reestructuració. En aquests casos, el poder negociador d'aquests creditors comercials és major que el dels creditors financers. I els plans de viabilitat acordats amb les entitats financeres han de tenir en compte aquesta realitat: el flux de caixa lliure ha d'incloure els eventuais pagaments a aquests creditors.

### **5.1. Els elements d'un procés de reestructuració financera**

Un procés de reestructuració financera en una empresa inclou accions internes i accions externes. Analitzem amb detall les primeres.

#### Accions internes

Les accions internes poden resumir-se en els següents punts:

1. Identificació del problema de liquiditat: per què, quant i quan.
2. Preparació del pla financer intern:
  - Pla tresoreria a curt.
  - Pla rendibilitat a mitjà i llarg.
3. Estratègia de negociació amb el pool de bancs: què oferim, a qui, en quines condicions.
4. Proposta preliminar al pool de bancs.

Les accions externes d'un procés de reestructuració financera van encaminades a aconseguir els acords entre les parts, identificant negociadors i possibles àrbitres diriments, nomenant experts en els necessaris temes tècnics i legals, i acordant mecanismes de seguiment per controlar el compliment dels acords.

Com aquestes accions externes es duen a terme amb els bancs, convé distingir entre accions externes amb la part comercial i accions externes amb la part tècnica dels bancs.

#### Accions externes inicials amb part comercial

La reestructuració formalment comença quan es realitza la presentació de la proposta de reestructuració als bancs integrants del pool bancari. En

una primera reunió es planteja la situació financera de la societat, així com les propostes de solució juntament amb les noves necessitats de finançament. Aquesta primera reunió és important ja que es plantejarà una situació altament estressant per a les entitats i s'ha de donar la seguretat que s'ha analitzat exhaustivament el problema i s'està plantejant una solució que fa viable la companyia.

Posteriorment tindran lloc diferents reunions preliminars amb les oficines comercials dels bancs del pool, ja que són aquestes les que transmeten aquestes primeres informacions a les seves direccions territorials i departaments de riscos. En aquestes reunions amb les oficines comercials s'haurà de definir quina entitat liderarà el procés de reestructuració. Normalment, l'entitat del pool que posseeix un major percentatge de risc CIRBE i que posseïxi un departament de reestructuracions serà la que actuï com a banc agent.

Una vegada definida la proposta provisional i millorada amb les aportacions de totes les entitats, es podrà elaborar una proposta definitiva, que serà la que s'elevi als diferents departaments de riscos.

Amb la proposta definitiva de l'operació, entrarà en funcionament el procés tècnic d'avaluació d'aquesta. El banc agent haurà d'iniciar el procés amb la proposta de contractació de l'assessoria econòmica i jurídica que assessorarà el pool de bancs. El primer treball que es realitzarà és la revisió independent del pla de negoci per part de l'auditoria externa. És l'IBR (*independent business review*).

Les diferents entitats del pool no començaran a realitzar cap acció fins a obtenir el resultat de l'IBR en sentit favorable. La consultora revisarà les hipòtesis que es plantegen en el pla financer per verificar la seva raonabilitat, i establirà els ajustos i sensibilitats que presenten les hipòtesis sobre les quals s'han construït el pla de negoci de la reestructuració. La predictibilitat de les vendes, l'existència d'una cartera de comandes futures, la raonabilitat dels terminis de cobrament i pagament i les hipòtesis sobre l'evolució de les diferents variables.

Aquest informe favorable de l'IBR pot adquirir una especial rellevància quan l'operació de reestructuració inclou reconversió de deute en capital. El valor d'aquesta nova aportació de capital és un element clau per evitar pèrdues de rendibilitat indesitjades en els antics o en els nous accionistes.

### Accions externes amb part tècnica dels bancs

#### *1. Negociacions bilaterals amb membres del pool:*

La participació en el préstec final de cadascun dels membres del pool és un dels aspectes més importants de la negociació que es duu a terme

durant el procés de reestructuració. Els integrants amb una participació significativa dins del pool intentaran que participin de la reestructuració tots els integrants d'aquest. En efecte, si hi hagués bancs o caixes que no desitgessin estar en l'estructura resultant això obligaria a la resta d'integrants del pool a incrementar el seu risc dins de la companyia. L'objectiu principal dels principals creditors és que el risc es mantingui en els mateixos nivells que representi la quota CIRBE en el moment de la reestructuració.

Les negociacions amb cadascun dels integrants se centren en un primer lloc en aquest punt, aconseguir que tots els membres del pool estiguin d'acord amb la reestructuració. En el cas que alguna entitat es mostri poc inclinada a participar en la reestructuració, la negociació amb els membres del pool passarà a ser quant al percentatge que hauran d'assumir del risc que no s'està afectant.

Establert el nombre de participants, el procés de reestructuració avança amb negociacions bilaterals que se centren en els aspectes econòmics i jurídics més específics que les diferents entitats tracten d'imposar en l'estructura resultant, i en els contractes en els quals es formalitzen els possibles acords: contrapartides individuals, *covenants*, clàusules especials en contractes, etc.

## 2. Coordinació amb banc agent:

Aquest punt és especialment important per a l'èxit o el fracàs final del procés de reestructuració. El banc agent haurà de dirigir tot el procés, i liderar les negociacions i les relacions amb els assessors econòmics i jurídics del pool. Així mateix, haurà de realitzar una labor diligent amb la finalitat d'agilitar el tancament de l'operació, ja que l'estat financer de les societats en procés de reestructuració normalment es deteriora amb el pas d'uns pocs mesos, per la qual cosa una ràpida solució del procés facilita en gran mesura la viabilitat de l'operació, i la de la pròpia empresa.

La companyia ha de mantenir una relació fluïda amb el banc agent, ja que totes les fites que es produeixen durant el procés són conseqüència de les accions que es produeixen per iniciativa del banc agent. En un entorn de crisi com l'actual, en el qual un gran nombre d'empreses estan en processos de reestructuració, els departaments de reestructuracions de les entitats financeres solen estar saturats de treball, la qual cosa fa especialment difícil el seguiment de les operacions en terminis raonables. Possibles retards en l'execució de les accions necessàries poden posar en perill el procés de reestructuració.

*3. Data room sobre documentació jurídica i comptable annexa:*

La companyia immersa en el procés de reestructuració del seu passiu ha de preparar tota la documentació que serà necessària durant el procés. A manera d'exemple es poden citar els següents documents:

1. Títols de propietat
2. Escripures i apoderaments
3. Contractes de diversos tipus
4. Plans financers i de negoci
5. Comptabilitat, registre de factures rebudes i emeses

La disponibilitat prèvia de tota aquesta documentació facilita el procés d'avaluació que la consultora externa realitza del pla financer. No cal dir que una major agilitat en l'obtenció de l'informe final de l'IBR redundarà en una major facilitat per a la terminació amb èxit de la reestructuració.

Posteriorment, en la fase d'elaboració dels contractes jurídics, la disponibilitat de la informació en el *data room* agilitarà així mateix la conclusió d'aquesta fase.

*4. Identificació de garanties generals i particulars:*

L'estructura resultant del procés haurà d'estar garantida per un nombre suficient d'actius que garanteixin que el *Loan to Value* (LTV) del préstec està dins dels paràmetres acceptats per les entitats financeres.

És a dir, per a la bona fi d'una reestructuració un element essencial és la capacitat de la companyia per obtenir suficients garanties que es puguin aportar al procés. Estem parlant de garanties com el nombre, valor i la fiabilitat dels actius que posseeix l'empresa; la seva capacitat per aportar garanties hipotecàries; el potencial de cessió de drets que siguin valorables per les entitats financeres, així com els avals i garanties aportades pels propis socis, en el cas que la societat no tingués la suficient capacitat per aportar les garanties.

*5. Revisió jurídica de contractes i clàusules:*

El punt previ al tancament i signatura de les negociacions del procés de reestructuració té a veure amb la revisió jurídica dels contractes que es redacten. Tant el pool d'entitats com la pròpia companyia posseeixen assessors jurídics que estaran portant el pes de les negociacions en aquest punt. El resultat final de les negociacions bilaterals i multilaterals es plasmarà en aquest document, per la qual cosa la seguretat que el mateix inclou tots els acords aconseguits és de vital importància.

En ocasions, fins i tot després d'haver aconseguit acords amb el banc agent i amb la resta de participants en el procés de reestructuració, es poden produir nous problemes en el moment de plasmar aquests acords en els corresponents contractes, tant en els termes jurídics utilitzats com en clàusules que cadascuna de les entitats poden desitjar introduir. Si s'empra el criteri de *pari passu*, en el qual totes les entitats han de tenir les mateixes garanties i els mateixos drets, el document final ha de reflectir totes les clàusules que exigeixen els departaments jurídics de les entitats participants, però cap d'elles no pot millorar ni empitjorar la posició de les parts dins del crèdit sindicat.

#### 6. *Negociació final i signatura:*

Totes les negociacions, acords i contractes que s'han produït durant el procés de reestructuració condueixen a la signatura del crèdit sindicat. No sempre aquest moment està lliure d'incidències i es limita a la signatura davant notari dels documents i contractes aportats. En l'últim moment poden aparèixer diferències que no sempre són salvables i que poden produir ajornaments de la signatura fins que els problemes s'hagin resolt, i fins i tot acabar en una denegació final.

#### 7. *Seguiment i control:*

A partir de la signatura del crèdit sindicat el Banc Agent reté les funcions de seguiment i control del compliment dels *covenants* i acords aconseguits.

Posteriorment a la signatura, s'haurà de produir l'escriptura i inscripció de les garanties hipotecàries que s'hagin aportat al crèdit. Aquest pot ser un procés complicat si algun dels actius té problemes d'algun tipus. La disposició dels préstecs estaran normalment supeditats al compliment d'aquesta obligació, ja que de no tenir inscrites les hipoteques el pool no tindria garantits els seus riscos en la companyia.

Entre els acords als quals s'hagi arribat, i que queden registrats en els contractes signats, solen estar els que es refereixen a les obligacions de destinació dels fons generats a l'excés sobre les amortitzacions pactades, a la ràtio de palanquejament màxim, i al seguiment del compliment del pla financer que s'ha incorporat als contractes. Tots aquests punts han de ser revisats pel banc agent per al seguiment periòdic del préstec sindicat.



## **6. Conclusions**

Del que s'ha exposat es desprenen diverses conclusions:

- Quan una empresa aborda un procés de reestructuració sol pensar-se solament en refinançament del deute, la qual cosa normalment és incomplet. En la major part dels casos, per aconseguir aquest refinançament cal dur a terme també una reestructuració dels actius.
- Resulta molt convenient distingir entre els aspectes operatius i els aspectes financers que existeixen en qualsevol activitat empresarial. Els primers inclouen totes les polítiques operatives —a curt, mitjà i llarg termini— que es resumeixen en els fluxos de caixa lliure (FCL), mentre que els aspectes financers es refereixen a les polítiques associades a una correcta gestió dels passius nets: estructura de capital i polítiques d'endeutament i apropiada remuneració al capital.
- Aquesta separació entre aspectes operatius i financers és un enfocament que té molts avantatges a l'hora d'analitzar una empresa no financera sota la perspectiva del valor econòmic. Addicionalment, permet una primera classificació general dels diversos riscos existents, separant el risc operatiu (conjunt de riscos relacionats amb els aspectes operatius) del risc financer (els associats als aspectes financers).
- Una empresa necessita afrontar una reestructuració financera quan es troba en una situació d'impossibilitat de compliment del pla de pagaments del deute. És a dir, quan els FCL són inferiors als pagaments del deute (principal i interessos).
- Amb la reestructuració operativa es tracta de fer viable l'empresa a curt termini i aconseguir uns fluxos de caixa lliure (FCL) que assegurin la continuïtat de l'empresa a mitjà i llarg termini. Amb base en aquests FCL després de la reestructuració, es dissenya la reestructuració financera i es determina si el valor de l'empresa després de la reestructuració és major que el valor de liquidació ara.
- Una reestructuració operativa ha d'abastar, o almenys tenir en compte, tots els aspectes operatius a curt, mitjà i llarg termini. Es tracta de generar més flux de caixa sostenible no només a través del Compte d'Explotació, sinó també d'una millor gestió dels Actius Nets (Circulants i Fixos).
- La reestructuració financera afecta a creditors financers i comercials, així com a accionistes, empleats i clients i fins i tot a la Hisenda Pública i les diferents Administracions Públiques. El pla de viabilitat i reestructuració ha de buscar l'equilibri entre viabilitat de l'empresa i sacrificis dels diferents agents.

- Un procés de reestructuració de deute és un procés de negociació. Com en tota negociació convé entendre els interessos de les parts implicades, els seus potencials conflictes, els punts forts i febles dels concurrents, el seu poder negociador, etc.
- Un procés de reestructuració financera en una empresa inclou accions internes i accions externes. Les accions externes d'un procés de reestructuració financera van encaminades a aconseguir els acords entre les parts, identificant negociadors i possibles àrbitres diriments, nomenant experts en els necessaris temes tècnics i legals, i acordant mecanismes de seguiment per controlar el compliment dels acords.

## Referències bibliogràfiques

- ALTMAN, E.I. (2005) «Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy. 3<sup>rd</sup> Edition. John Wiley & Sons.
- BREALEY, MYERS I ALLEN. (2011) «Principles of Corporate Finance». McGraw-Hill Irwin. 10<sup>th</sup> Edition. Pages 852-873.
- ECKBO, B.E. AND THORBURN, K.S. (2007) «Corporate Restructuring: Breakups and LBOs» Handbook of Empirical Corporate Finance. Chapter 16.
- HIGGINS, R.C. «ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT» (2012). McGraw-Hill International. 10<sup>th</sup> Edition. Pages 350-373.
- LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2008) «Financial Restructuring at Jazztel: What's Next?». The Journal of Financial Education. Vol 34, Fall pàgs. 137-157.
- LÓPEZ LUBIÁN F.J. (2012) «Restructuring Debt: The Practical Lesson». Forbes Índia. Març,