

# Reestructurarse o morir\*

Restructure or die



**Isabel Abinzano**  
Universidad Pública de Navarra  
isabel.abinzano@unavarra.es

14



**Javier F. Navas\***  
Universidad Pablo de Olavide  
jfernava@upo.es

## I. INTRODUCCIÓN: INSOLVENCIA FINANCIERA Y MEDIDAS PARA EVITARLA

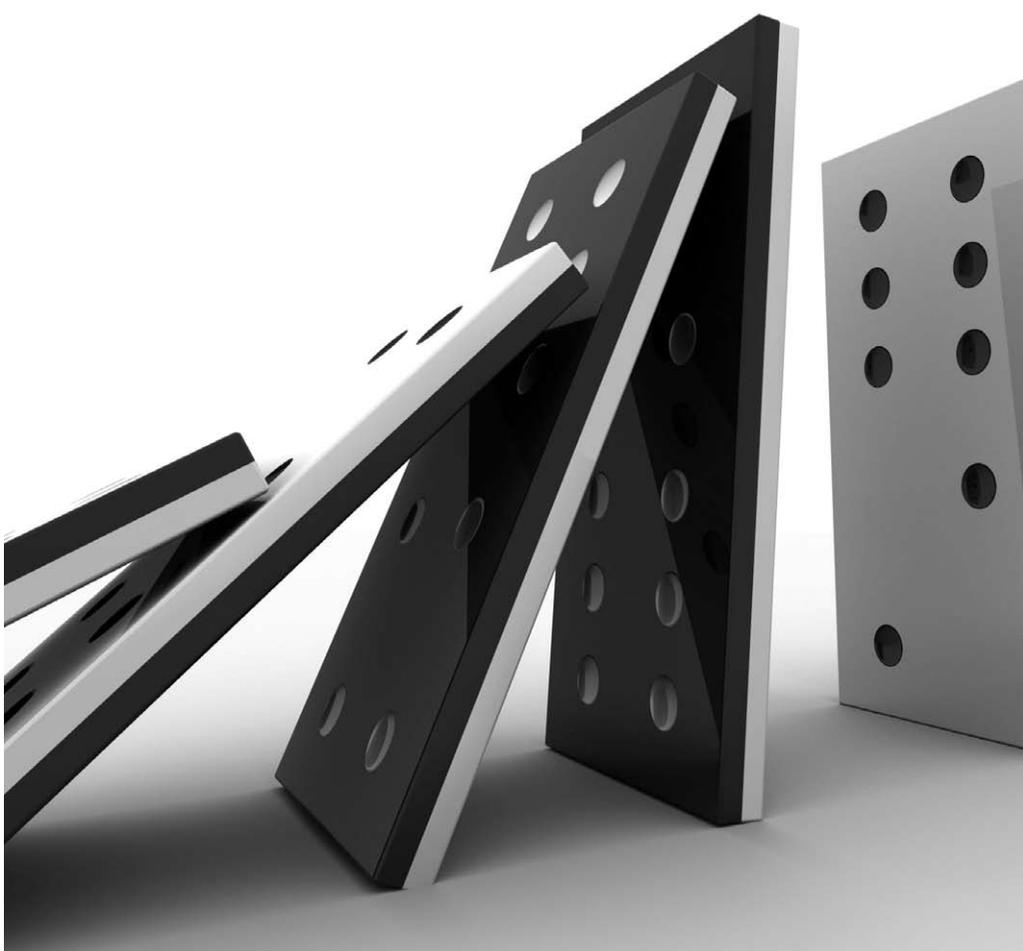
En el último año hemos visto cómo la debacle inmobiliaria y la crisis crediticia han hecho que buen número de empresas presenten problemas financieros. Así, según los datos del tercer trimestre de 2008 del Instituto Nacional de Estadística, el número de empresas concursadas en España se ha incrementado un 251,1% con respecto al año pasado, y la tasa de paro se ha elevado hasta el 11,33% de la población activa. Decimos que una empresa tiene dificultades financieras cuando sus flujos de efectivo no son suficientes para satisfacer las obligaciones contraídas, tales como los créditos comerciales o los gastos por intereses, y se ve forzada a tomar acciones correctivas (Ross *et al.*, 2006). Además, dentro de una situación de dificultades financieras podemos distinguir entre insolvencia técnica o transitoria e insolvencia en sentido de quiebra o definitiva, como señalan Altman y Hotchkiss (2006). La insolvencia técnica se refiere a que la empresa no puede satisfacer sus obligaciones actuales, mientras que la insolvencia en sentido de quiebra tiene lugar cuando las obligaciones totales de la empresa son mayores que la suma del valor de sus activos.

Una empresa con problemas financieros puede liquidarse o llevar a cabo una reorganización (Bebchuk, 1988). La liquidación hace referencia al finiquito de la empresa como un negocio en marcha e implica la venta de sus activos a su valor de rescate, mientras que la reorganización consiste en reestructurar la empresa con el fin de mantenerla en funcionamiento.

Existen diferentes opciones para reestructurar una empresa y evitar su liquidación, como las propuestas por Hoshi *et al.* (1990), John *et al.* (1992), Alderson y Betker (1995) o Fluck y Lynch (1999) entre otros. Siguiendo la clasificación utilizada por Padilla y Requejo (2000) podemos dividir las alternativas de reestructuración en dos grupos: medidas operativas y medidas financieras. Las medidas operativas son aquellas que persiguen la reorganización operativa o funcional de la empresa, como la reducción de plantilla, el cierre de plantas de producción, la venta selectiva de activos, el cambio de la dirección de

**CODIGOS JEL:**  
G330, G340.

Fecha de recepción y acuse de recibo: 22 de septiembre de 2008. Fecha inicio proceso de evaluación: 26 de septiembre de 2008. Fecha primera evaluación: 21 de octubre de 2008. Fecha de aceptación: 27 de enero de 2009.



### **RESUMEN DEL ARTÍCULO**

Ante la presencia de dificultades financieras las empresas tienen a su alcance diferentes alternativas para reestructurarse y evitar su liquidación. Estas medidas se pueden clasificar en operativas y financieras. En este artículo repasamos dichas medidas, describimos los procedimientos existentes para llevar a cabo la reorganización de la empresa y analizamos las consecuencias que los intentos de reestructuración tienen sobre el valor de los recursos propios. También estudiamos qué ocurre cuando la reorganización fracasa, esto es, cuando la empresa debe liquidarse. A lo largo del trabajo mostramos ejemplos de las medidas tomadas por algunas de las empresas que presentan problemas financieros en la actualidad.

### **EXECUTIVE SUMMARY**

When firms are in financial distress, they can be restructured in a number of ways to avoid liquidation. We can distinguish between operational and financial measures. In this work we review these measures, we describe the existing procedures to perform a corporate restructuring, and we analyze its effects on shareholder's wealth. We also study what happens when restructuring fails, that is, when the firm must be liquidated. Throughout the

la empresa o la fusión con otras empresas. A modo de ejemplo, podemos citar las medidas tomadas por Seat como respuesta a la caída de la demanda del sector automovilístico. Así, a principios de noviembre de 2008 la filial de Volkswagen renovó su cúpula directiva, redujo su producción y puso en marcha un expediente de regulación de empleo aprobado por el gobierno catalán para suspender temporalmente el contrato de hasta 4.500 empleos hasta diciembre de 2008. Además, en diciembre de 2008 presentó un segundo expediente de regulación de empleo temporal que en caso de ser aprobado afectará a un máximo de 5.300 trabajadores hasta junio de 2009. Otro ejemplo de medida operativa es la fusión acordada en septiembre de 2008 entre los bancos británicos Lloyds TSB y HBOS para evitar el colapso de HBOS.

Las medidas de reestructuración financiera son aquellas que pretenden modificar la estructura de capital de la empresa

Por su parte, las medidas de reestructuración financiera son aquellas que pretenden modificar la estructura de capital de la empresa. A menudo consisten en modificaciones del importe y/o del vencimiento de la deuda contraída, o bien en la emisión de nuevos préstamos con los que hacer frente a los anteriores. Cuando el deudor se halla en una situación financiera crítica, pueden establecerse periodos de carencia, que son periodos de tiempo en los cuales el deudor tiene la posibilidad de recuperarse antes de iniciar los pagos correspondientes al nuevo préstamo contratado. Habitualmente, durante los periodos de carencia la empresa exclusivamente hace frente a los pagos de intereses y no devuelve capital. Además de refinanciar su deuda, las empresas pueden acometer muchas otras medidas de índole financiero para evitar la situación de insolvencia: ampliar su capital con el objetivo de conseguir liquidez o para canjear las nuevas acciones por deuda existente<sup>1</sup>, emitir deuda nueva (normalmente convertible) para devolver la existente, limitar el dividendo<sup>2</sup>, etc.

Entre las muchas refinanciaciones llevadas a cabo recientemente en España podemos citar la de la promotora Hábitat en febrero de 2008, las inmobiliarias Martinsa Fadesa y Detinsa en mayo de dicho año, la inmobiliaria Afirmar en junio, el grupo Prisa<sup>3</sup> y Acciona en julio, Inmobiliaria Colonial en septiembre o la de Reyat Urbis en octubre de 2008. En la Tabla 1 podemos ver las fechas de los acuerdos de refinanciación, el importe de la deuda a refinanciar así como el número de acreedores de la deuda refinanciada para cada caso. Debemos señalar que en todos los casos mostrados, se trata de elevados importes de deuda refinanciada por varios bancos, lo cual es habitual en

la financiación corporativa (véase Brunner y Krahen, 2008). Como indican Marqués *et al.* (2005), el gran volumen de deuda contraída por las empresas se debe en parte a los bajos tipos de interés y al dinamismo de la actividad económica en España en los últimos años.

Aunque las empresas pueden utilizar medidas operativas o financieras de forma separada para reorganizarse, lo habitual es que utilicen ambos tipos de medidas simultáneamente. De hecho, la inmobiliaria Afirma aprobó en noviembre de 2008 ampliar su capital en 842 millones de euros, de los que destinará 431 millones de euros a capitalizar parte de su deuda mientras que el resto lo empleará en operaciones corporativas como la compra de activos. Otro caso de combinación de medidas operativas y financieras es la venta en diciembre de 2008 de Itínere a Citigroup por parte del grupo Sacyr Vallehermoso para reducir su deuda un 37%. También podemos citar el caso de Inmobiliaria Colonial, que tras refinanciar su deuda en septiembre de 2008, propuso vender sus participaciones en FCC, la francesa SFL y Riofisa para evitar el impago de su deuda.

Aparte de estas medidas, existen otras que se utilizan en situaciones de crisis no tanto por su capacidad de reducir de los compromisos de pago de la empresa como por su efectividad para transmitir al mercado un sentimiento de confianza en el futuro. Un ejemplo sería la compra de acciones de la empresa por parte de los directivos<sup>4</sup>, o la reducción de las retribuciones de los altos ejecutivos<sup>5</sup>.

#### PALABRAS CLAVE

Crisis financiera, reestructuración, refinanciación de la deuda, recursos propios.

#### KEY WORDS

Financial distress, restructuring, debt refinancing, equity

**Tabla I. Información sobre algunas de las refinanciaciones llevadas a cabo en España últimamente. Para cada empresa se muestra la fecha de la firma del acuerdo de refinanciación, el importe de la deuda refinanciada y su número de acreedores.**

FIRMA DE LA REFINANCIACIÓN	EMPRESA	IMPORTE REFINANCIADO (EN MILLONES DE EUROS)	NÚMERO DE ACREEDORES
27/02/2008	Hábitat	1.586	39
07/05/2008	Martinsa Fadesa	4.000	45
30/05/2008	Detinsa	600	30
20/06/2008	Afirma	667	22
04/07/2008	Acciona	1.704	8
18/07/2008	Grupo Prisa	1.950	39
15/09/2008	I. Colonial	7.000	4
20/10/2008	Reyal Urbis	3.006	51

Fuentes: Expansión y Cinco Días.

El resto del trabajo está organizado de la siguiente forma: en la sección 2 se analizan los procedimientos que pueden seguir las empresas para reestructurarse. En la sección 3 se describe el efecto que tiene la reorganización de una empresa sobre el valor de los recursos propios. En la sección 4 se detallan las causas que pueden llevar a una empresa a liquidarse. Por último, la sección 5 concluye y resume el artículo.

## 2. PROCEDIMIENTOS PARA RESOLVER LA INSOLVENCIA FINANCIERA

Una empresa puede resolver sus dificultades financieras negociando directa y privadamente con sus acreedores o a través de un procedimiento formal. Un proceso formal consiste en un procedimiento judicial cuyo principal objetivo es preservar la empresa como un negocio en funcionamiento, para lo que se propone un plan de viabilidad.

El procedimiento formal dentro del que se reorganizan las empresas en Estados Unidos es el Capítulo 11 de la Reforma del Código de Quiebra de 1978 (*Bankruptcy Reform Act*). Bajo este capítulo se reorganizan también aquellas personas físicas con más de 336.900 dólares de deuda no asegurada o más de 1.010.650 dólares de deuda asegurada, mientras que los particulares que no cumplen estos requisitos se reorganizan dentro del Capítulo 13. Por su parte, la liquidación de empresas y particulares se rige por un único procedimiento, que es el Capítulo 7.

Un ejemplo reciente de solicitud del Capítulo 11 estadounidense lo constituye Lehman Brothers. Este banco de inversión tuvo que declararse en suspensión de pagos el 15 de septiembre de 2008 después de que America Corporation y Barclays se retiraran de las conversaciones de compra al negarse el Gobierno de Estados Unidos a financiar el rescate del banco<sup>6</sup>. Con el objetivo de proteger los activos del banco y maximizar su valor, el consejo de dirección del banco decidió llevar a cabo la reorganización dentro del citado proceso formal. Con una deuda de 613.000 millones de dólares, la insolvencia de Lehman Brothers supone la mayor por volumen de activos (639.000 millones de dólares) en la historia de Estados Unidos. Este hecho ha acelerado su reestructuración, y sólo cinco días después de su solicitud del Capítulo 11, el juez encargado del caso aprobó la compra del negocio central de Lehman Brothers por parte de Barclays. Con esta medida se consiguió liquidez para financiar las operaciones de la compañía y se logró mantener unos diez mil puestos de trabajo. Los activos de la Lehman en Europa y Oriente Medio fueron comprados por la firma de

inversión japonesa Nomura Holdings apenas una semana después (el 23 de septiembre de 2008).

Por su parte, la liquidación y reorganización de las empresas y los particulares en España se realiza dentro de un mismo procedimiento: el concurso de acreedores. Este proceso concursal entró en vigor el 1 de septiembre de 2003 y sustituye a las antiguas quiebras y suspensiones de pagos de las empresas, y a las quitas y esperas de los particulares<sup>7</sup>. La finalidad principal de este procedimiento es paliar los posibles efectos nocivos de la insolvencia, tanto de un empresario como de un particular. Se trata fundamentalmente de organizar las finanzas del concursado para conseguir que el mayor número de acreedores cobren lo antes posible<sup>8</sup>.

La convocatoria del concurso de acreedores puede ser voluntaria, si la pide el propio deudor o uno de los socios, o necesaria, cuando la solicita uno o varios acreedores. Los requisitos y forma para presentar una solicitud de concurso por parte del deudor son los siguientes:

- La solicitud debe presentarse dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia.
- Se debe solicitar por escrito expresando si la insolvencia es actual o inminente.
- Se debe aportar la siguiente documentación:
  1. Poder especial para solicitar el concurso.
  2. Memoria expresiva de la historia económica y jurídica del deudor.
  3. Inventario de bienes y derechos.
  4. Relación de acreedores, por orden alfabético.
  5. En el caso de que el deudor estuviera obligado legalmente a llevar la contabilidad, debería entregar las cuentas anuales, la memoria de los cambios significativos operados en el patrimonio con posterioridad a la elaboración de las últimas cuentas anuales, así como los estados financieros intermedios elaborados con posterioridad a las cuentas anuales.

Una empresa que ha solicitado recientemente de forma voluntaria el concurso de acreedores es Martinsa Fadesa. Esta inmobiliaria había cerrado las negociaciones para refinanciar su deuda en mayo de 2008. Los 45 bancos que, de forma sindicada, suscribieron ese crédito impusieron a la empresa, entre otras, la condición de que lograra 150 millones de euros antes del 7 de julio para financiar proyectos en el extranjero. El objetivo de dicha condición era que la actividad de



Martinsa Fadesa no se detuviera. Sin embargo, la empresa no fue capaz de conseguir los 150 millones de euros, ni un aplazamiento para conseguirlos, y la refinanciación de su deuda fue suspendida. Así, alegando insolvencia inminente, el 14 de julio de 2008 Martinsa Fadesa solicitó voluntariamente el concurso de acreedores, cuya petición fue aceptada el 24 de julio. Este concurso de acreedores supone el más importante en cuantía ocurrido hasta el momento en España, con una deuda total de 5.200 millones de euros<sup>9</sup>. Existen muchos casos similares en los últimos meses, como el de Promociones Hábitat, que el 28 de noviembre de 2008 solicitó el concurso de acreedores con un pasivo total de 2.300 millones de euros. Tras

varios intentos para resolver sus dificultades financieras fuera de la tutela judicial, como la refinanciación de su deuda en febrero o la venta de Don Piso en septiembre de 2008, la inmobiliaria catalana decidió reestructurarse dentro del procedimiento formal.

Un proceso formal consiste en un procedimiento judicial cuyo principal objetivo es preservar la empresa como un negocio en funcionamiento, para lo que se propone un plan de viabilidad

Por otra parte, cuando la solicitud de concurso la presenta un acreedor a quién no se abona su crédito, éste deberá justificar la falta de bienes libres sobre los que trabar embargo, o la existencia de alguno de los siguientes hechos:

- Sobreseimiento general en el pago corriente de las obligaciones del deudor.
- Existencia de embargos que afecten de manera general al patrimonio del deudor.
- Alzamiento o liquidación apresurada o ruinosa por parte del deudor.
- Incumplimiento generalizado de alguna de las siguientes obligaciones:
  1. Pago de obligaciones tributarias exigibles durante los tres meses anteriores a la solicitud de concurso.
  2. Pago de cuotas de la Seguridad Social y demás conceptos de recaudación conjunta durante el mismo *periodo* de tres meses.
  3. Pago de salarios e indemnizaciones y demás retribuciones derivadas de las relaciones de trabajo correspondientes a las tres últimas mensualidades.

Por último, también existe la posibilidad de que el concurso sea solicitado por terceros, aun cuando no sean acreedores, siempre que tengan interés legítimo y acrediten una situación de insolvencia de la empresa. Una vez solicitado el concurso, se pueden distinguir cuatro fases cronológicas:

1. Actos previos: hasta el auto de admisión a trámite.
2. Fase común: desde el auto de admisión a trámite hasta el informe concursal.
3. Fase de resolución: convenio para continuar la actividad o liquidación<sup>10</sup>.
4. Determinación de la responsabilidad: aprobación del convenio o apertura de la liquidación.

Como ya hemos mencionado, la situación económica reciente ha llevado a la insolvencia a muchas empresas. En la Tabla 2 se muestra la información sobre los concursos de acreedores presentados en España durante los tres primeros trimestres de 2008. Vemos que el número de concursos se ha incrementado respecto de 2007, y que ha crecido trimestre a trimestre. También observamos que la mayor parte de las solicitudes de concurso son voluntarias. Por su parte, en la Tabla 3 se ofrece el número de empresas concursadas según su actividad económica. Podemos destacar que las empresas dedicadas a la construcción y a la industria son las que mayor número de solicitudes de concurso han realizado.

Una vez dentro del proceso concursal, las empresas pueden resultar reorganizadas y continuar en funcionamiento, o bien ser liquidadas. Una empresa que continúa en funcionamiento tras haber estado concursada es Terra Mítica. En mayo de 2004, esta empresa soportaba unas pérdidas acumuladas de 120 millones de euros, con una deuda de 214 millones. Tras varios intentos fallidos para reestructurar

**Tabla 2. Número de deudores concursados en los tres primeros trimestres de 2008.**

	PRIMER TRIMESTRE DE 2008		SEGUNDO TRIMESTRE DE 2008		TERCER TRIMESTRE DE 2008	
	TOTAL	VARIACIÓN INTERANUAL	TOTAL	VARIACIÓN INTERANUAL	TOTAL	VARIACIÓN INTERANUAL
Deudores concursados	425	78,57	631	172,00	764	263,8
Personas físicas concursadas	66	230,00	89	345,00	97	385,0
Empresas concursadas	359	64,67	542	155,70	667	251,1
<b>TIPO DE CONCURSO</b>						
Voluntario	386	92,04	583	194,40	728	277,2
Necesario	39	5,41	48	41,20	36	111,8

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

su deuda mediante negociaciones privadas, solicitó el concurso de acreedores el 19 de mayo de 2004. Esta decisión tenía como objetivo asegurar la viabilidad de la empresa, el mantenimiento de los puestos de trabajo y los compromisos adquiridos con los proveedores. Casi dos años después, en abril de 2006, Terra Mítica levantó la suspensión de pagos tras llegar a un acuerdo con sus acreedores, que aceptaron el convenio que presentó. Este convenio planteaba la condonación de parte de la deuda así como la capitalización de algunos préstamos como medidas para evitar la liquidación de la empresa. Una empresa que ha corrido peor suerte es Forum Filatélico, que deberá liquidarse próximamente. Tras más de dos años de concurso, el juez ha desestimado el convenio de acreedores presentado por la empresa por considerar que sus propuestas dependen de acontecimientos futuros e inciertos.

Según Chatterjee *et al.* (1996) la ventaja principal de los procesos formales de reestructuración es que permiten a la empresa continuar sus operaciones sin el acoso de los acreedores. Su principal inconveniente es su elevado coste. Por ejemplo, los tres administradores concursales de Martinsa Fadesa costarán aproximadamente 18 millones de euros<sup>11</sup>. Este elevado coste hace que las empresas tengan incentivos al reorganizarse fuera de dichos procesos (véanse Jensen, 1989 y Gilson *et al.*, 1990), negociando directamente con sus acreedores. Como indican Couwenberg y de Jong (2006), la empresa puede, por ejemplo, proponer a los acreedores el intercambio de sus acciones por la deuda existente.

Las reorganizaciones fuera de procesos concursales tienen, además de un menor coste que los procesos formales, una mayor confidencialidad, como señalan Chatterjee *et al.* (1996) y Recasens (2004). Sin embargo, no siempre es fácil conseguir el consenso unánime de todos los acreedores mediante negociaciones privadas, como apuntan Gertner y Scharfstein (1991). Esto ocurre cuando los acreedores poseen información incompleta sobre las circunstancias de las dificultades financieras, lo que hace menos probable el logro de la negociación privada.

Las razones que llevan a una empresa a decantarse por un tipo u otro de reorganización son diversas. Algunos estudios, como el de Gilson *et al.* (1990), muestran que las empresas que eligen la negociación privada tienen más activos intangibles y mayor deuda bancaria. En el caso español, los ejemplos recientes sugieren que la mayoría de las empresas intenta reorganizarse mediante negociaciones priva-

**Tabla 3. Número de empresas concursadas por actividad económica empresarial en los tres primeros trimestres de 2008.**

ACTIVIDAD ECONÓMICA	PRIMER TRIMESTRE	SEGUNDO TRIMESTRE	TERCER TRIMESTRE
Agricultura y pesca	4	11	8
Industria y energía	81	133	148
Construcción	83	124	167
Comercio	56	78	107
Hostelería	11	8	16
Transporte, almacenamiento	16	21	21
Inmobiliarias y servicios empresariales	57	104	142
Resto servicios	11	22	14
Sin clasificar	40	41	44

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

das, y que sólo recurre al proceso formal cuando éstas fallan<sup>12</sup>. Esto es consistente con el argumento de Gilson *et al.* (1990), puesto que el sistema de financiación de las empresas españolas está orientado al endeudamiento bancario, como obtienen Demirgüç-Kunt y Maksimovic (1999) y Cuñat (1999). Gilson *et al.* (1990) también señalan que las empresas con estructuras de capital heterogéneas tienen menor probabilidad de reorganizarse privadamente, puesto que el plan de reestructuración de la deuda requiere el consenso de todos los acreedores de la empresa, y esto es más difícil cuanto más compleja es la estructura de capital de la empresa. De hecho, la mencionada refinanciación de la deuda de Hábitat estuvo a punto de fracasar por la negativa a firmar el acuerdo por parte de Caja Badajoz, que participaba con 4 millones de euros del total de deuda a refinanciar<sup>13</sup>.

Por otra parte, Chatterjee *et al.* (1996), apuntan que la forma de reestructurar la deuda depende del nivel de apalancamiento de la empresa, el grado de coordinación entre los acreedores y la magnitud del problema financiero. Concretamente, encuentran que las empresas con insolvencia en sentido de quiebra solicitan reestructurarse dentro de un proceso formal, mientras que las empresas con insolvencia técnica prefieren hacerlo fuera de un procedimiento formal.

Gráfico 1. Evolución de la cotización de Martinsa Fadesa desde el 2 de enero de 2008 hasta el 14 de julio de 2008. La inmobiliaria esperaba cerrar el acuerdo de refinanciación de su deuda el 17 de marzo de 2008.



### 3. EL VALOR DE LOS RECURSOS PROPIOS Y LOS INTENTOS DE REORGANIZACIÓN

Como ya hemos señalado, la reestructuración de una empresa tiene como objetivo su continuidad como un negocio en marcha. Por tanto, independientemente de que la reorganización se realice dentro o fuera de un proceso formal, la reestructuración de la empresa permite a accionistas y acreedores captar un mayor valor de lo que obtendrían en caso de liquidación. Bebchuk (1988) señala que la reorganización es especialmente valiosa cuando los activos de la empresa tienen más valor si ésta sigue en marcha que si es vendida por partes, o cuando hay pocos compradores potenciales con información precisa sobre la empresa y con recursos suficientes. En tales casos, los participantes consiguen un mayor valor si retienen la empresa en marcha y reparten su valor entre ellos. De esta forma, Brown (1989) sostiene que cuando una empresa presenta problemas financieros, la reorganización es deseable porque previene de las pérdidas derivadas de la liquidación.

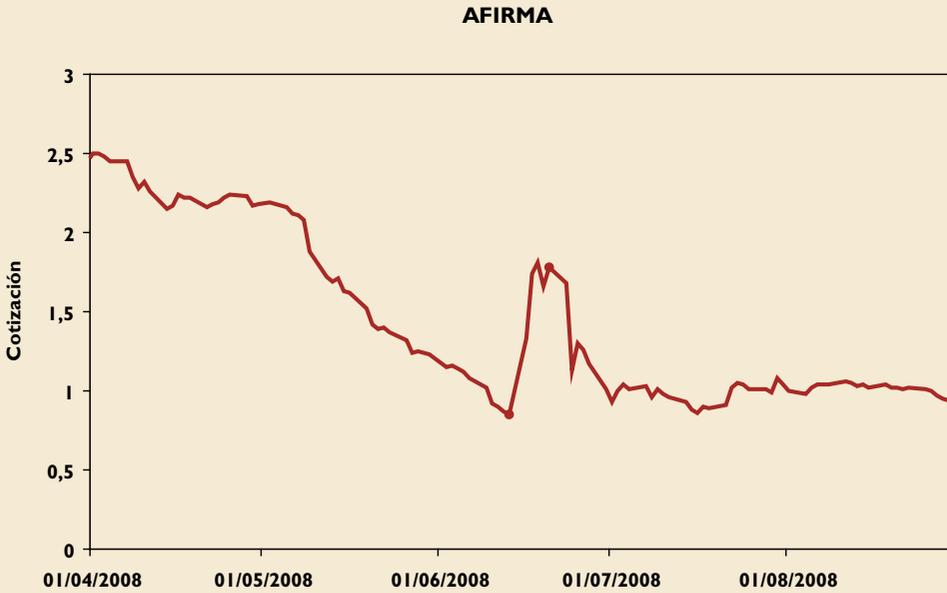
En el Gráfico 1 podemos comprobar el incremento experimentado

por la cotización de Martinsa Fadesa los días previos al 17 de marzo de 2008, fecha en la que se esperaba firmar el acuerdo de refinanciación entre el grupo inmobiliario y un grupo de bancos. También vemos cómo su acción se desploma a partir del 7 de julio de 2008, fecha en la que la empresa reconoce que no podrá cumplir una de las condiciones incluidas en el acuerdo de refinanciación. Además, en el Gráfico 2 comprobamos que estos movimientos del precio de Martinsa Fadesa no se deben a la evolución del mercado español. Así, podemos ver que del 14 al 17 de marzo, el IBEX-35 sufre una caída del 3%. Por su parte, en el Gráfico 3 vemos cómo tras un claro descenso de precios, las acciones de la inmobiliaria Afirmas se revalorizan un 100% del 13 al 20 de junio de 2008, fecha en la que la empresa anuncia la firma del acuerdo de refinanciación de 667 millones de euros de deuda con un sindicato compuesto por veintidós instituciones financieras. Del mismo modo, el Gráfico 4 muestra cómo el 17 de julio de 2008 la cotización de Inmobiliaria Colonial se dispara un 18,42% después del anuncio de que continúa con el proceso de refinanciación de su deuda. Sin embargo, también debemos observar que tras la firma del acuerdo de refinanciación de la deuda el 15 de septiembre,

**Gráfico 2. Evolución del índice IBEX-35 desde el 2 de enero de 2008 hasta el 14 de julio de 2008.**



Gráfico 3. Evolución de la cotización de Afirma desde el 1 de abril de 2008 hasta el 1 de septiembre de 2008. La inmobiliaria informó el 20 de junio de 2008 haber llegado a un acuerdo con 22 entidades financieras para la refinanciación de 667 millones de euros de deuda de la compañía.



la cotización de Colonial cae. Este descenso de precios se debe fundamentalmente a la presión bajista de todos los mercados provocada por la solicitud del Capítulo 11 por parte de Lehman Brothers.

Aunque de manera un tanto informal, los ejemplos anteriores muestran cómo el mercado responde favorablemente a los anuncios de continuación de las negociaciones o cierre de la refinanciación de la deuda de una empresa. Esto es consistente con algunos trabajos que estudian el efecto de la reorganización sobre el valor de los recursos propios de la empresa. Por ejemplo, González y González (2000) obtienen que el precio de las acciones reacciona de forma negativa ante el anuncio del establecimiento de negociaciones privadas entre accionistas y acreedores y ante anuncios de declaraciones de suspensiones de pagos<sup>14</sup>, mientras que lo hace de forma positiva alrededor del día en el que se hace público el logro de un acuerdo en cada una de las vías utilizadas.

Por otro lado, Leland (1994) y Dumitrescu (2007) encuentran que el valor de los recursos propios es mayor cuando existe la posibilidad de llevar a cabo una reorganización. Para modelizar el valor de los

recursos propios cuando la empresa puede llevar a cabo una reorganización, Franks y Torous (1989) proponen considerar la opción de aplazamiento del pago de la deuda como una opción de compra americana sobre el valor de la empresa, de modo que el valor de los recursos propios es mayor cuando la empresa puede reorganizarse. Sin embargo, Franks y Torous parten del supuesto de que la deuda emitida para financiar la deuda inicial ha de ser necesariamente mayor que ésta, lo cual difiere de la realidad. De hecho, Haugen y Senbet (1978, 1988) consideran que los acreedores pueden ofrecer una reducción de la deuda con el fin de evitar la liquidación y los costes asociados a ésta. Otro trabajo que parte del supuesto de que la nueva deuda ha de ser mayor que la deuda a refinanciar es el de Forte y Peña (2003), que estudia los efectos de la refinanciación de la deuda sobre el diferencial de crédito y sobre la calificación de la deuda. Dichos autores no permiten que la negociación tenga coste, lo cual no es realista<sup>15</sup>. Para superar estas limitaciones, Abíznano y Navas (2008) proponen un modelo para valorar los recursos propios

**Gráfico 4. Evolución de la cotización de Inmobiliaria Colonial desde el 1 de abril de 2008 hasta el 16 de septiembre de 2008. La inmobiliaria informó el 17 de julio de 2008 que continuaba con el proceso de refinanciación de su deuda cuyo acuerdo firmó el 15 de septiembre de 2008.**

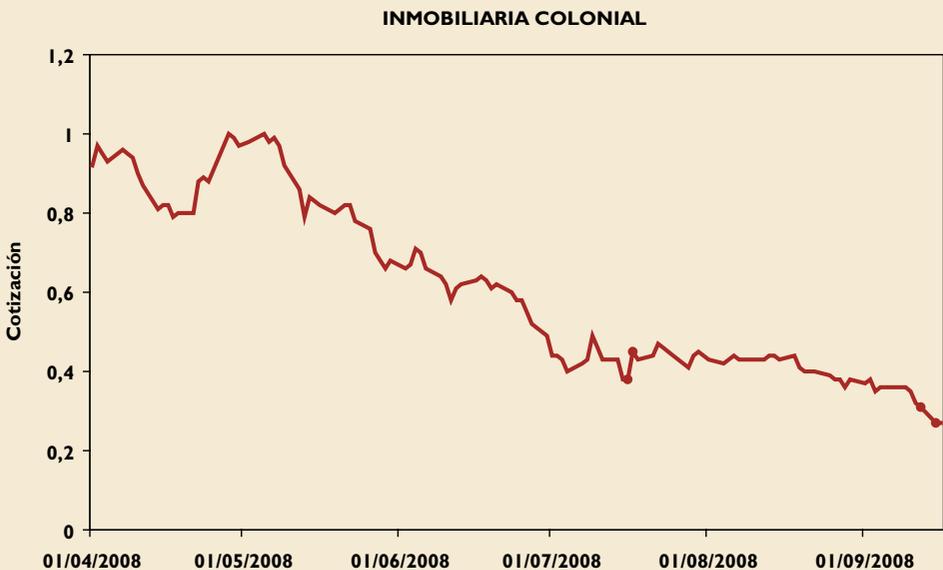
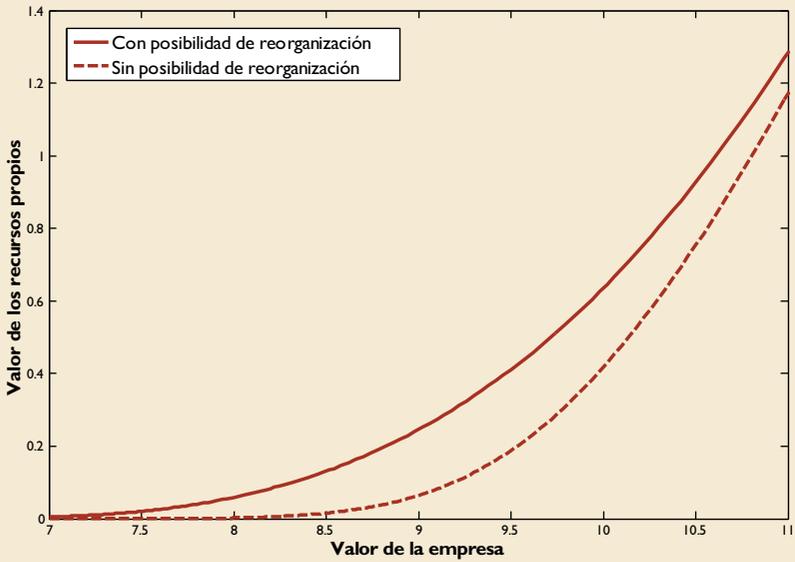


Gráfico 5. Valor de los recursos propios de una empresa cuando existe la posibilidad de llevar a cabo una reorganización y cuando no existe dicha posibilidad según el modelo propuesto por Abinzano y Navas (2008). En esta valoración se ha supuesto que el tipo de interés anual libre de riesgo es 0,06, la varianza anual del rendimiento del valor de la empresa es 0,04, el vencimiento inicial de la deuda es 0,2 años, el vencimiento ampliado es 1 año, el valor nominal inicial de la deuda es 10, el valor nominal nuevo de la deuda es 11 y que el coste de la reorganización es 0,03.



de una empresa cuando ésta tiene la posibilidad de reorganizarse a través de una refinanciación de la deuda. A diferencia de otros trabajos, no imponen ninguna restricción sobre el nuevo valor nominal de la deuda y permiten que las negociaciones para refinanciar la deuda tengan coste. Además, de manera consistente con Leland (1994) y Dumitrescu (2007), obtienen que el valor de los recursos propios es mayor cuando existe la posibilidad de llevar a cabo una reorganización de la empresa (véase el Gráfico 5).

#### 4. CUANDO TODO FALLA: LA LIQUIDACIÓN

Como hemos indicado, la posibilidad de reorganizar la empresa se traduce normalmente en un incremento del valor de los recursos propios, puesto que supone un intento de continuar como un negocio en marcha. También hemos visto que no todas las reorganizaciones tienen éxito (recuérdese el caso de Forum Filatélico). Puede suceder que las negociaciones para reestructurar la deuda de la empresa fracasen, por ejemplo por falta de consenso por parte de los acree-

dores<sup>16</sup>, o que la empresa incumpla algunas de las condiciones impuestas por sus acreedores para refinanciar su deuda, o bien que una vez reorganizada, la empresa no pueda satisfacer sus nuevas obligaciones. En este caso la empresa deberá liquidarse.

También puede ser la propia empresa quién decida liquidarse por considerar que de esa manera puede captar un mayor valor que intentando llevar a cabo una reorganización. Es el caso de empresas con bajas tasas de crecimiento de ventas en relación a empresas del mismo sector, como podemos ver en Navas (2007). Así, según datos del Instituto Nacional de Estadística, el 85,75% de las sociedades mercantiles disueltas en 2007 lo hicieron de forma voluntaria.

Sea voluntaria o no, la liquidación supone el fin de la empresa como un negocio en marcha e implica la venta de sus activos a su valor de rescate. Los fondos obtenidos, después de deducir los costes de los procedimientos judiciales, impuestos y salarios, se distribuyen entre los acreedores en el orden de prioridad establecido previamente. En el caso de que tras este reparto entre los acreedores queden fondos, éstos se distribuyen entre los accionistas. Por ejemplo, el valor de los activos de Forum Filatélico se repartirá entre aproximadamente doscientos sesenta y nueve mil afectados que se estima recuperarán en torno al 30% de su inversión. Según la administración concursal, el pasivo de esta empresa alcanza los 3.756,4 millones de euros frente a un activo de 954,5 millones, a precio de liquidación, y 1.027,5 millones, a precio de mercado. Este hecho es consistente con Bris *et al.* (2006), quienes encuentran que en la mitad de las liquidaciones de su muestra los acreedores no recuperan nada, mientras que en el resto de casos, la tasa de recuperación varía entre el 32% y el 51%.

**Tabla 4. Número de empresas liquidadas anualmente en España desde 2000 hasta septiembre de 2008.**

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
6.709	6.839	7.788	8.248	10.810	8.541	9.612	16.387	10.138

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Como ya hemos descrito, las condiciones económicas recientes han llevado a muchas empresas a experimentar dificultades financieras. De este modo, no sólo se ha incrementado fuertemente el número de em-

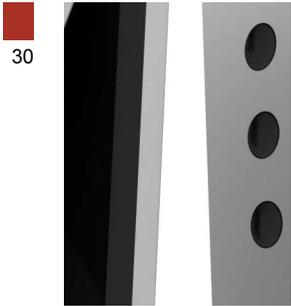
presas concursadas, sino que también lo ha hecho el número de empresas liquidadas. En la Tabla 4 se muestra la evolución del número de empresas liquidadas en España desde el año 2000. Podemos apreciar el elevado número de liquidaciones ocurridas en España en los últimos años. Estas cifras sin embargo no sólo reflejan el mayor número de empresas con dificultades financieras, sino la fuerte creación de empresas en los últimos años en España a consecuencia de un escenario macroeconómico favorable, como indican Marqués *et al.* (2005).

### 5. CONSIDERACIONES FINALES

En los últimos meses hemos visto cómo el pinchazo de la burbuja inmobiliaria y la crisis crediticia han arrastrado a multitud de empresas a situaciones de insolvencia. También hemos presenciado las medidas tomadas por muchas de estas empresas para hacer frente a dicha circunstancia. Así, hemos sido testigos de frecuentes anuncios de expedientes de regulación de empleo, negociaciones con las entidades acreedoras de las empresas para refinanciar su deuda y solicitudes de concurso de acreedores.

Cuando una empresa presenta problemas financieros y no puede hacer frente al pago de sus obligaciones, tiene dos opciones, liquidarse o reestructurarse. La liquidación supone el fin de la empresa como un negocio en marcha e implica la venta de sus activos a su valor de rescate. Los fondos obtenidos, después de deducir los costes de los procedimientos judiciales, impuestos y salarios, se distribuyen entre los acreedores en el orden de prioridad establecido previamente, y en el caso de que tras este reparto queden fondos, éstos se distribuyen entre los accionistas. Por su parte, la reestructuración consiste en llevar a cabo una reorganización operativa de la empresa y/o en una modificación de su estructura financiera con el fin de mantener la empresa en funcionamiento. Debido al elevado coste de los procesos de liquidación, la reestructuración es a menudo deseable, porque permite captar un mayor valor a accionistas y acreedores.

Existen diferentes modos de llevar a cabo una reestructuración de la empresa, que puede ser dentro de un procedimiento formal o mediante negociaciones privadas. En este trabajo describimos las distintas medidas y procedimientos que pueden utilizar las empresas para reestructurarse. Además, para mostrar cómo se ponen en práctica estas medidas, citamos algunas de las múltiples reorganizaciones realizadas recientemente. Asimismo, mostramos cómo la



cotización de las acciones tiende a subir cuando la empresa refina su deuda. Esto significa que el mercado parece reconocer el incremento de valor que supone una reestructuración de la empresa para los accionistas en particular, y para la empresa en general. Sin embargo, no todas las reestructuraciones tienen éxito. Algunas no llegan a ponerse en práctica por falta de consenso entre las partes implicadas, y otras, aún puestas en funcionamiento, no consiguen superar los problemas financieros a los que se enfrenta la empresa. En ambos casos la liquidación es la única alternativa que queda. En el artículo vemos cómo el número de empresas disueltas en España se ha ido incrementando desde el año 2000, lo cual revela un empeoramiento de las condiciones económicas (dificultades para conseguir financiación, encarecimiento de los costes financieros, y disminución de la demanda en algunos sectores). De este modo, el artículo ayuda a entender el comportamiento de las empresas y entidades financieras de nuestro entorno en la situación de crisis económica actual. Asimismo, permite conocer con detalle las alternativas que tienen a su alcance los empresarios y directivos para afrontar los problemas financieros de sus empresas. En el trabajo se muestra que además de las medidas drásticas como la reducción de plantilla, el cierre de plantas o la liquidación, existen muchas otras acciones que permiten extender la vida de las empresas y evitar su disolución. Las empresas que consigan así reestructurarse, generarán mayor valor tanto para sus accionistas como para sus acreedores.

---

## BIBLIOGRAFÍA

- Abínzano, I.; Navas, J. F. (2008): "Valoración de los recursos propios de una empresa mediante opciones extensibles", *Revista de Economía Financiera*, Vol. 15, p. 22 - 48.
- Alderson, M.; Betker, B. (1995): "Liquidation costs and capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, p. 45 - 69.
- Altman, E. I.; Hotchkiss, E. (2006): "Corporate financial distress and bankruptcy", 3ª Edición, John Wiley and Sons.
- Bebchuk, L.A. (1988): "A new approach to corporate reorganizations", *Harvard Law Review*, Vol. 101, núm. 4, p. 775 -804.
- Betker, B. L. (1997): "The administrative costs of debt restructurings: Some recent evidence", *Financial Management*, Vol. 26, p. 56 - 68.

Bris, A.; Welch, I.; Zhu, N. (2006): "The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization", *Journal of Finance*, Vol. 61, núm. 3, p. 1253 - 1303.

Brown, D.T. (1989): "Claimholder incentive conflicts in reorganization: The role of bankruptcy law", *Review of Financial Studies*, Vol. 2, núm. 1, p. 109 - 123.

Brunner, A.; Krahen, J.P. (2008): "Multiple lenders and corporate distress: Evidence on debt restructuring", *Review of Economic Studies*, Vol. 75, p. 415 - 442.

Chatterjee, S.; Dhillon, U.S.; Ramírez, G.G. (1996): "Resolution of financial distress: Debt restructurings via Chapter 11, prepackaged bankruptcies, and workouts", *Financial Management*, Vol. 25, núm. 1, p. 5 - 18.

Couwenberg, O.; de Jong, A. (2006): "It takes two to tango: An empirical tale of distressed firms and assisting banks", *International Review of Law and Economics*, Vol. 26, p. 429 - 454.

Cuñat, V. (1999): "Determinantes del plazo de endeudamiento de las empresas españolas", *Investigaciones Económicas*, Vol. 23, núm. 3, p. 351 - 392.

Demirgüç-Kunt, A.; Maksimovic, V. (1999): "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, p. 337 - 363.

Dumitrescu, A. (2007): "Valuation of defaultable bonds and debt restructuring", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, p. 94 - 111.

Espina, A. (1994): "La crisis del sistema concursal español", *Información Comercial Española*, Vol. 727, p. 7 - 32.

Fernández, A. I. (2004) "La reforma concursal: ¿Un diseño eficiente?", *Universia Business Review*, Vol. 2, p. 94 - 103.

Fluck, Z.; Lynch, A. (1999): "Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy", *Journal of Business*, Vol. 72, núm. 3, p. 319 - 346.

Forte, S.; Peña, J.I. (2003): "Debt refinancing and credit risk", *Business Economics Working Paper*, Universidad Carlos III, wb031704.

Franks, J.; Torous, W. (1989): "An empirical investigation of U.S. firms in reorganization", *Journal of Finance*, Vol. 44, p. 747 - 769.

Gertner, R.; Scharfstein, D. (1991): "A theory of workouts and the effects of reorganization law", *Journal of Finance*, Vol. 46, núm. 4, p. 1189 - 1222.

Gilson, S.C.; John, K.; Lang, L. (1990): "Troubled debt restructurings. An empirical study of private reorganization of firms in default", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, p. 315 - 153.

González-Méndez, V.; González-Rodríguez, F. (2000): "Procedimientos de resolución de insolvencia financiera en España: Costes de insolvencia y transferencias de riqueza", *Investigaciones Económicas*, Vol. 24, p. 357 - 384.

Haugen, R.; Senbet, L. (1978): "The insignificance of bankruptcy costs to the Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 33, p. 383 - 393.

Haugen, R.; Senbet, L. (1988): "Bankruptcy and agency costs: Their significance to Theory of Optimal Capital Structure", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, p. 27 - 38.

Hoshi, T.; Kashyap, A.; Scharfstein, D. (1990): "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, p. 67 - 88.

Jensen, M. (1989): "Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy", *Journal of*



Applied Corporate Finance, Vol. 2, núm. 1, p. 35 - 44.

John, K.; Lang, L.; Netter, J. (1992): "The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline", *Journal of Finance*, Vol. 47, p. 891 - 917.

Leland, H. (1994): "Corporate debt value, bond covenants and optimal capital structure", *Journal of Finance*, Vol. 49, p. 1213 - 1252.

López, C.; Torre, B.; Díaz, B. (2005): "Características determinantes y contenido informativo de los mecanismos de reestructuración financiera", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 14, núm. 2, p. 111 - 124.

Marqués, J. M.; Nieto, F.; del Río, A. (2005): "Una aproximación a los determinantes de la financiación de las sociedades no financieras en España", *Documentos de Trabajo del Banco de España*, 0535.

Navas, J. F. (2007): "Voluntary liquidations: An empirical Study", *Revista europea de Dirección y Economía de la empresa*, Vol. 16, núm. 2, p. 53 - 60.

Padilla, A.J.; Requejo, A. (2000): "Crisis y reorganización empresarial en España: El papel de los bancos", *Papeles de Economía Española*, Vol. 84 - 85, p. 208 - 221.

Recasens, G. (2004): "Financial reorganization under pro-creditors bankruptcy laws", *Finance India*, Vol. 18, April-May.

Ross, S.A.; Westerfield, R.W.; Jaffe, J. (2006) "Corporate Finance", 8ª Edición, McGraw-Hill.

Van Hemmen, E. (1997): "Ley de suspensión de pagos de 1922: Una valoración económica desde la evidencia empírica", *Hacienda Pública Española*, Vol. 141 - 142, p. 259 - 275.

---

## NOTAS

\* Los autores agradecen a dos evaluadores anónimos sus útiles comentarios y sugerencias, así como la financiación recibida del Ministerio de Educación y Ciencia (ECO2008-03058/ECON y SEJ2006-14809-C03-01).

\* Autor de contacto: Departamento de Dirección de Empresas; Universidad Pablo de Olavide; Ctra. de Utrera, Km. 1; 41013 Sevilla; España.

1. Un caso reciente de canje de acciones es el del Grupo Sanahuja, principal accionista de la inmobiliaria Metrovacesa, que a principios de diciembre de 2008 entregó el 54% del capital de Metrovacesa a las entidades financieras con las que tenía préstamos ante la imposibilidad de devolverlos.

2. En septiembre de 2008 la Reserva Federal de los EEUU (Fed) salvó a la aseguradora American International Group (AIG) concediéndole un crédito puente de 85.000 millones de dólares para hacer frente a las obligaciones de la empresa a corto plazo. Una de las condiciones impuestas por la Fed fue la reserva del derecho a vetar el reparto de dividendos de AIG tanto a los titulares de acciones ordinarias como preferentes. Otro ejemplo es el de Citigroup, rescatada por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal estadounidense con 326.000 millones de dólares el 24 de noviembre de 2008. Entre otras condiciones, el banco no podrá pagar dividendos superiores a 0,1 dólares por acción al trimestre durante los próximos tres años sin el consentimiento del gobierno.

3. En julio de 2008 el grupo Prisa consiguió ampliar hasta marzo de 2009 el vencimiento de un crédito de 1.950 millones concedido inicialmente por HBSC y luego sindicado por 39 entidades bancarias. Además, a finales de noviembre de 2008 el grupo continúa negociando la refinanciación de 4.850 millones de euros en deuda que ahogan el balance de la empresa.

Las fórmulas propuestas desde Prisa se fundamentan en una doble vía de venta de activos y capitalización de la deuda del grupo.

4. Tras una caída en 2008 de la cotización de Citigroup en torno al 70% (hasta el mes de noviembre), el consejero delegado del banco y tres de sus directivos compraron 1,3 millones de acciones valoradas en más de 12 millones de dólares para lanzar una señal de confianza al mercado.

5. En noviembre de 2008, American International Group (AIG), que había sido rescatada por el Gobierno estadounidense dos meses antes, decidió eliminar el “bonus” de sus siete principales ejecutivos en los ejercicios 2008 y 2009.

6. Son numerosos los ejemplos de entidades financieras que sí han sido rescatadas en los últimos meses de 2008 por sus correspondientes gobiernos. Así, podemos citar la intervención del organismo regulador Fdic norteamericano en Washington Mutual en septiembre, el rescate de UBS por el Banco Nacional de Suiza en octubre, o el rescate de Citigroup por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal norteamericana en noviembre.

7. Antes de septiembre de 2003 el procedimiento que se seguía en España con respecto a la insolvencia hacía una distinción primero entre personas físicas y jurídicas, y segundo entre estados de insolvencia transitoria y definitiva. De esta forma coexistían cuatro instituciones concursales diferentes. En el caso de las personas físicas, para la insolvencia transitoria se utilizaba el procedimiento de quita y espera, y para la insolvencia definitiva el concurso de acreedores. Por su parte, en el caso de las personas jurídicas, para las situaciones de insolvencia transitoria se empleaba la suspensión de pagos, mientras que en el caso de insolvencia definitiva el procedimiento utilizado era la quiebra. Para más información sobre este procedimiento y sus carencias véanse Espina (1994), Van Hemmen (1997), González y González (2000) y Fernández (2004).

8. En López et al. (2005) puede encontrarse un estudio detallado de las ventajas del actual procedimiento concursal con respecto del anterior.

9. Aunque éste es el importe de deuda publicado en el momento de la solicitud del concurso de acreedores, en un informe remitido en diciembre de 2008 a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los administradores concursales de Martinsa Fadesa apuntan que el pasivo de la empresa asciende a 7.005,4 millones de euros, que supone el 94,62% del valor de su activo.

10. En el caso de que sea el propio concursado quien inicia el concurso de acreedores, éste puede presentar una propuesta anticipada de convenio al mismo tiempo que entrega la demanda de concurso.

11. Según los aranceles establecidos por el Ministerio de Justicia, Martinsa Fadesa deberá abonar un mínimo de seis millones de euros a cada uno de los tres administradores concursales designados por el Juzgado de lo Mercantil de La Coruña por su participación en el proceso. El criterio básico para fijar dichos honorarios es el volumen del activo y el pasivo de la compañía. En el caso de que los administradores detectasen que el activo o el pasivo de la empresa no se corresponde con los declarados en la solicitud de concurso, los honorarios de los administradores podrían incrementarse. Véase Cinco Días, 4 de agosto de 2008 para una información más detallada.

12. Tanto Martinsa Fadesa como Hábitat han solicitado el concurso de acreedores después de que sus intentos de reorganización a través de negociaciones privadas fracasasen.

13. A finales de 2006, Hábitat solicitó un crédito sindicado de 1.745 millones de euros para comprar la división inmobiliaria de Ferrovial. En diciembre de 2007, ante la imposibilidad de afrontar un pago de dicho crédito, los directivos de Hábitat pidieron a sus entidades acreedoras aplazar ese pago e iniciar las negociaciones para refinanciar el crédito. Mientras se ultimaban los detalles del acuerdo, Caja Badajoz, que participaba con 4 millones en el crédito sindicado, se negó inicialmente a firmar el aplazamiento del pago. Posteriormente fue Barclays, que participaba en el crédito con 27 millones, quien se negó a firmar la refinanciación de la deuda. Finalmente, el 27 de febrero de 2008, todas las entidades acreedoras de Hábitat suscribieron el acuerdo, evitándose en aquel momento el concurso de acreedores. Fuentes:

Cotizalia, 1 de febrero de 2008 y Expansión, 28 de febrero de 2008.

14. El periodo estudiado por González y González (2000) es el comprendido entre 1990 y 1996, en el que el procedimiento concursal vigente para las empresas era el de las suspensiones de pagos en el caso de insolvencia transitoria y quiebras en el caso de insolvencia definitiva.

15. Betker (1997) encuentra que el coste medio de una reorganización es el 3,93% del valor de mercado de la empresa antes de experimentar dificultades financieras.

16. Martinsa-Fadesa, tras entrar en el concurso de acreedores en julio de 2008, negoció intensamente con sus acreedores para llegar a un acuerdo que permitiese la reestructuración de la empresa. Sin embargo, según el hecho relevante remitido por la inmobiliaria a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en octubre de 2008, la empresa no había logrado llegar a tal acuerdo (necesitaba el apoyo del 20% de los acreedores -en un momento inicial- y del 50% en la votación final).

