

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



REESTRUCTURACIÓN CORPORATIVA

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

DANIEL EDUARDO HERNÁNDEZ

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

JUNIO DE 2012

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : ING. MARIO ROBERTO NIETO LOVO
SECRETARIO GENERAL : DRA. ANA LETICIA ZA VALETA DE AMAYA

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO
VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS
SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS
ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ
ASESOR : MÁSTER FRANCISCO MERCADO CARRILLO
TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER CARLOS ALVARENGA BARRERA
MÁSTER FRANCISCO MERCADO CARRILLO

JUNIO DE 2012

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

CONTENIDO

PRÓLOGO.....	2
I. ANTECEDENTES.....	3
1.1. Referentes históricos.....	4
1.2. Comprendiendo la Reestructuración Corporativa (RC).....	6
1.2.1. Reestructuración considerada como contracción corporativa.....	6
1.2.2. Reestructuración en bancarrota.....	10
1.3. Aspectos Estratégicos de la RC.....	11
1.4. Motivos.....	12
1.5. Métodos.....	13
1.6. Uso de deuda como apoyo a la RC.....	14
1.7. Consideraciones e Indicadores de Quiebra.....	15
II. PROCESOS Y GESTIÓN.....	16
2.1. Reestructuración como contracción corporativa.....	17
2.2. Reestructuración en bancarrota “out of court”.....	18
2.3. Reestructuración en bancarrota “in court”.....	20
2.4. Conflictos entre participantes.....	25
III. ¿PUEDE CREARSE VALOR CON UNA REESTRUCTURACIÓN CORPORATIVA?.....	25
3.1. Efecto en la Valoración.....	27
3.2. Efecto en la Compañía.....	27
IV. RC: EXPERIENCIA EN EL SALVADOR.....	28
CONCLUSIONES.....	30
REFERENCIAS.....	32
Bibliografía.....	33
Notas.....	35
ANEXOS	

PRÓLOGO

“Nada perdura, excepto el cambio”. Estas palabras fueron mencionadas por Heráclito de Éfeso en el siglo IV a.C.¹; y en este contexto no han perdido relevancia ya que con frecuencia leemos o escuchamos noticias a nivel mundial, sobre compañías inmersas en procesos deliberados para modificar sustancialmente sus negocios, justificados en la búsqueda de creación de valor²; lo cual es el aspecto fundamental por el que la administración debe trabajar permanentemente en una compañía, ya que su obtención supone un beneficio generalizado a la sociedad y el mercado retribuye la buena actuación asignándole una mayor valoración. Éstas decisiones influyen positiva o negativamente en el desempeño financiero; tal es el caso de crear compañías muy diversificadas y complejas, invertir en proyectos que en lugar de beneficiar terminan afectando a los accionistas, adquirir muy poca o demasiada deuda, o adoptar procedimientos defensivos contra potenciales compradores dispuestos a incrementar el valor de una compañía.

Si se anticipan o existen indicios de presiones internas o externas para efectuar cambios sustanciales en las operaciones empresariales, resulta más favorable realizarlas voluntaria y preventivamente siguiendo una motivación que tenga un origen planificado, detallado y analítico; ya que permite un mayor margen de maniobra para responder ante potenciales problemas. En el caso que se haya llegado a un punto crítico por incumplimiento de obligaciones financieras, es de esperar que se hagan correctivos; no para que la compañía desaparezca, sino para reorganizarla. En ambos casos, la compañía entra en una etapa que obliga a tomar acciones drásticas que afectarán su estructura financiera y operativa, cuyos objetivos serán mejorar el desempeño, emprender nuevas oportunidades estratégicas o solventar su etapa de angustia financiera.

Esta etapa derivada de la misma competitividad internacional, es lo que llamamos reestructuración corporativa, que es un proceso que involucra una serie de ajustes empresariales significativos y el desarrollo de mejores prácticas como respuesta a la situación generada; obviamente esto requiere un diseño de acuerdo a los desafíos latentes para decidir acerca de cuál es el método de reestructuración que beneficie a la compañía según las motivaciones, problemas, retos u oportunidades que se presenten o auguren; implicando el monitoreo para verificar si el cumplimiento de las expectativas y el objetivo de creación de valor previamente descrito a los accionistas por medio de la reestructuración, se cumple oportuna y racionalmente, reflejándose en el precio de la acción y consecuentemente en su capitalización de mercado.

La idea con éste trabajo no es instruir sobre cómo efectuar de forma específica un proceso de reestructuración corporativa ó la aplicación de un determinado método, sino razonar acerca de si es posible aprender de la historia algunas lecciones respecto a la forma de reorientar una compañía de manera eficaz, reduciendo su diversificación, segregando una parte o reorganizándola para emerger de una insolvencia; por lo cual se describen los motivos y los métodos que suelen utilizarse al someterse voluntaria o involuntariamente a un proceso de reestructuración corporativa, y cómo el uso agresivo pero racional de deuda puede apoyarlo manteniendo como objetivo la creación de valor en la compañía.

I. ANTECEDENTES

Las prácticas sobre reestructuración corporativa no son algo nuevo, al menos dentro de los ambientes bursátiles y empresariales. Y es que dentro de los últimos cincuenta años se encuentran variadas experiencias de éxito por las cuantiosas ganancias obtenidas y por los muchos casos de abusos de poder que contribuyeron a la generación de riqueza; aspectos que también apoyaron el fortalecimiento de procesos de cambio empresariales.

Para mejorar el atractivo a los inversionistas, a partir de los años cincuenta surgieron dos tipos de organización de compañías: Los *conglomerados* y las *leveraged buyout (LBO)* o compras apalancadas de activos. En el caso de la primera, durante los años 60 y 70, se basaba inicialmente en el supuesto de que la sinergia³ económica podría lograrse mediante la aplicación de técnicas de gestión para combinar compañías heterogéneas, estas compañías promoverían la eficiencia en procesos e innovación financiera, se reduciría el riesgo y se maximizaría el retorno al mantener mucha heterogeneidad de negocios en una corporación. En el caso de la segunda, durante los años 70, las *LBO* proporcionaron estrategias comerciales cuya base era la agresividad de la gestión corporativa, desarrollándose cambios importantes por enfocarse en compañías grandes, maduras, públicas y líderes en la industria que operaban. Ambos tipos de transacciones fueron fuente para que durante la década que continuaba hubiera un auge de *LBOs*, desinversiones y segregaciones de compañías; por citar algunos métodos. Ante esto, hay muchas lecciones que aprender de los años 80 y 90, pero el objetivo fundamental de la reestructuración es la creación de valor a través de cambios en la estructura financiera⁴ y operativa⁵ que afectan significativamente una compañía, considerando que un proceso de reestructuración por sí mismo no garantiza un mayor precio de los valores, y aunque los métodos utilizados suponen estar diseñados para incrementar el valor de la compañía, tampoco son replicables de una compañía a otra, pero sí pueden aprenderse lecciones y experiencias de procesos ocurridos a través de la historia.

Como ejemplos de personajes dentro de la historia de las reestructuraciones se encuentra a Michael Milken⁶, que fue influenciado por los estudios de crédito de Braddock Hickman, ex-presidente del Banco de la Reserva Federal de Cleveland, señalando que una cartera de bonos sin grado de inversión ofrece ganancias con “riesgo ajustado” más altas que las de una cartera con grado de inversión. La capacidad y habilidad del señor Milken le permitió durante los años 80 efectuar negociaciones y acumular grandes cantidades de dinero por medio de *LBOs*. Otro ejemplo en esa década es Henry Kravis⁷ cuya estrategia se enfocaba en encontrar compañías, privadas o públicas que están en un nivel más bajo de lo esperado o infravaloradas, arreglándolas y después revendiéndolas para ganar la diferencia entre la compra y la venta. La investigación y la diligencia son extremadamente importantes, pues se requiere conocer cada detalle de la compañía y determinar su valor verdadero. El señor Kravis hablaba hasta con la gerencia para aprender todos los detalles posibles; trabajaba mucho con la diversificación y compraba compañías en todas las industrias.

Sin embargo, si se ha alcanzado tanta tecnificación en la conceptualización y comprensión de la reestructuración corporativa, es válido preguntarse: ¿qué provoca la decisión de desinversión o desprendimiento de un activo?, ¿por qué no todas las transacciones y procesos de reestructuración son exitosos?; y si hay historias de fracasos, ¿por qué existe una tendencia creciente a utilizar métodos para reestructurar compañías?, ¿tiene ventaja el utilizar deuda para apoyar un proceso de reestructuración corporativa?

Las respuestas pueden cambiar de acuerdo a la compañía y la zona geográfica en que nos encontremos, ya que si delimitamos las condiciones financieras en el continente americano, las situaciones no son las mismas en la zona latinoamericana y en la norteamericana; existen diferencias en los marcos regulatorios, económicos y en la estructura de propiedad. Citando el caso latinoamericano, la legislación en varios países no se encuentra muy actualizada para apoyar compañías que atraviesan una etapa de iliquidez pero que a su vez desean fortalecerse para continuar operando, y generalmente se resumen en procesos para definir su liquidación; además, su estructura de propiedad está concentrada en pocos accionistas. En Estados Unidos, la situación es diferente; la legislación está más avanzada para apoyar un proceso de insolvencia, las barreras de salida son más rígidas y la estructura de propiedad es muy dispersa.

1.1. Referentes históricos

El caso de la reestructuración de la compañía *Goodyear Tire and Rubber*⁸ en el año 1920, es ejemplo histórico de uno de los procesos de reestructuración, en el que una insolvencia generada por una expansión tardía provocó que la compañía ingresara a una etapa de reorganización cuando no presentaba ninguna debilidad y por el contrario contaba con una excelente reputación financiera y comercial. Lo curioso del caso es que a pesar que en esa época existían numerosos problemas económicos a causa de la especulación, falta de capital necesario o fundamentos poco sólidos; Goodyear no presentaba ninguno de esos síntomas, siendo el detonante una serie de inversiones que la dejaron sin liquidez en un momento muy crítico, y esa decisión trajo consigo el desastre. En marzo de ese año las acciones se vendían a US\$415.00, en octubre ya reflejaba US\$15.67 millones en pérdidas obligándola a ampararse a un proceso legal de reajuste.

Más adelante en el tiempo, dentro de las transacciones efectuadas a través de la historia, ninguna ha tenido tanta aceptación como la *leveraged buyout*, *LBO* o compra apalancada de activos, muy utilizada durante los años 80 y cuya repercusión y contribución a la historia de las reestructuraciones es muy amplia. Consiste en adquirir una compañía pública o privada por medio de financiamiento obtenido en su mayoría con deuda y haciendo que luego de la adquisición, la relación deuda/capital aumente considerablemente. Como resultado, el pago del capital e interés absorbe una gran parte del cash-flow generado por la empresa. Consecuentemente, el riesgo de no poder pagar la deuda es más alto y la posición de los prestamistas es más riesgosa que en una adquisición convencional, haciendo que las tasas de interés sean más altas para este tipo de operación. La deuda se garantiza no sólo por la calidad crediticia del comprador, sino por los activos de la empresa adquirida y sus flujos de caja

esperados. Por otra parte, la *LBO* puede utilizarse también como una estrategia financiera defensiva y de ataque en el campo de las fusiones y adquisiciones. Ante un intento de control hostil, la gerencia podría proponer a los accionistas el uso de *LBO* como medio por el que ella compra las acciones de aquellos accionistas que no quieran participar en la nueva empresa. Del otro lado, las adquisiciones hostiles también pueden ser realizadas a través de *LBO*; también puede utilizarse para incrementar el apalancamiento financiero y conseguir un aumento de ahorros fiscales y al mismo tiempo disminuir los costos de agencia provenientes de conflictos de intereses entre gerentes y accionistas.

Otros casos para ejemplificar incluyen a firmas de capital privado⁹, que han sido calificadas de devoradoras de activos, pero también elogiadas por fortalecer empresas y entregar rendimientos impresionantes a sus inversionistas. Este tipo de firmas se especializan en compras apalancadas o en acuerdos financiados por deuda aplicados al balance de la compañía comprada. Es común que las empresas adquiridas sean reestructuradas para reducir costos, mejorar su eficiencia y pagar la deuda, antes de ser vendida nuevamente o colocada en la bolsa. Algunos acuerdos muestran cómo personajes dedicados a las adquisiciones apalancadas pueden financiar la innovación y el crecimiento, crear empleos, y en ocasiones, reconstruir empresas en sectores muy difíciles. Otras veces, el resultado es más deuda, pérdidas y despidos masivos.

A principios del año 2010, Gloucester Engineering Co., una empresa de Massachusetts que fabrica máquinas para hacer plásticos delgados; estaba altamente endeudada y al borde de la bancarrota. La compañía informó al sindicato que planeaba despidos y que necesitaría concesiones de los empleados que quedarán. Todo esto llegó a oídos de los clientes, que comenzaron a cancelar sus pedidos. El sindicato contactó a Blue Wolf Capital Partners, una firma de capital privado de Nueva York con reputación de asociarse con los trabajadores, y le pidió que interviniera. Blue Wolf, con US\$118 millones bajo gestión, invirtió en Gloucester justo cuando se acogía a la protección de una corte de bancarrota y la compró tras su reestructuración a finales de 2010. *"Si pudimos solucionar los problemas operativos, no había razones para que no pudiéramos verla crecer"*, comentaba Adam Blumenthal, socio ejecutivo de la firma. Así, Blue Wolf llevó un nuevo equipo directivo, instaló un sistema informático que ayudó a mejorar el manejo del inventario y cálculos de costos laborales, desarrollando una empresa para dar servicio a sus equipos en todo el mundo. También llegó a un acuerdo con el sindicato de trabajadores manteniendo salarios y pensiones sin cambios, pero que exigió a los empleados cumplir con más tareas que antes.

Otros acuerdos no son tan satisfactorios para todas las partes. En el año 2007, cuando KKR & Co.¹⁰ y TPG Holding compraron TXU Corp., la más grande generadora de energía de Texas por US\$45,000 millones; la mayor compra apalancada de la historia hasta entonces, las firmas inversionistas dejaron a la empresa con una deuda de US\$35,000 millones, unos US\$11,000 millones más que al momento de adquirirla. Toda esa deuda ejerció presión sobre la empresa, que adoptó el nombre de Energy Future Holdings. Al mismo tiempo, una caída en los precios del gas natural acabó con los ingresos de la empresa. A pesar de las dificultades, Energy Future

contrató más personal tras la incorporación de tres nuevas unidades de carbón desde la adquisición, expandiendo su plantilla en 25%, a cerca de 9,400 empleados y con la incertidumbre de saber cuál habría sido el destino de una empresa si no hubiera sido comprada. En especial porque los expertos en adquisiciones generalmente se enfocan a industrias en problemas. Incapaces de obtener crédito barato como hace unos años, algunas firmas han utilizado menos deuda y buscan formas de expandir empresas, en lugar de desmontar y vender sus activos; aunque menos deuda pueda significar menor rentabilidad, lo que no es gran noticia para los inversionistas de capital privado.

1.2. Comprendiendo la Reestructuración Corporativa (RC)

La RC por implicar un cambio empresarial, comprende las acciones llevadas a cabo para expandir o contraer una compañía, e incluye cualquier operación que altere la estructura de capital, la capacidad productiva o su estructura de propiedad, siempre que no esté inmersa en el curso normal de sus negocios. Por tanto, se aplica en tres grandes campos que se detallan a continuación y que pueden combinarse entre sí:

- a) Fusiones y Adquisiciones.
- b) Reestructuración corporativa, considerada como contracción corporativa.
- c) Reestructuración en bancarrota.

Aunque el campo de las fusiones y adquisiciones tiende a centrarse en la expansión y diversificación como un proceso natural de crecimiento, las compañías generalmente también deben contraerse y reducir el tamaño de sus operaciones para mejorar y lograr el objetivo de creación de valor. Ésta necesidad puede surgir porque una división funciona mal o simplemente porque no se adapta a los planes corporativos. La reestructuración puede también ser necesaria para deshacer una anterior fusión o adquisición que no tuvo los resultados esperados.

En cualquiera de los casos, todo intento de RC debe comprender un análisis de la situación actual, la generación de ideas, propuestas de mejora y las acciones encaminadas a mantener la competitividad y la creación de valor.

La frase Reestructuración Corporativa, está mayormente identificada con desinversiones y con las reorganizaciones por bancarrota; por lo que la investigación y el desarrollo de este trabajo, está enfocado en los literales **b)** y **c)**, o sea en la RC desde el punto de vista opuesto a la expansión, y a la reestructuración originada por problemas de insolvencia financiera o bancarrota.

1.2.1. Reestructuración considerada como contracción corporativa

La frase *reestructuración corporativa* puede abarcar una variedad de interpretaciones, pero en este contexto se utilizará la definición tomada de la influyente obra de Michael Jensen y William Meckling¹¹, quienes exponen que una compañía puede ser vista como un conjunto de relaciones

contractuales individuales e interrelacionadas. Estas relaciones son las que hacen posible que una compañía realice sus negocios. Las partes involucradas son accionistas, acreedores, gerentes, empleados, proveedores, clientes; es decir, cualquier persona que tenga intervención sobre los resultados y los flujos de efectivo de la compañía. Por lo cual, reestructuración es el proceso por el que las empresas modifican estas relaciones contractuales, y en vista que dicho proceso puede resultar muy costoso, la brecha debe ser lo suficientemente grande para que valga la pena su realización. Dentro de la toma de decisión para reestructurar, podemos destacar tres razones para que las compañías se embarquen en este proceso: **Resultados mal enfocados.** Para algunas empresas, la reestructuración es una forma de abordar pérdidas de valor de mercado debido a su bajo rendimiento o por problemas financieros. Estas pérdidas pueden deberse o no a una sobrediversificación en el negocio al haber actuado con demasiada agresividad. Por otro lado, el problema en la compañía podría ser causado por una recesión económica o cambios adversos en tipos de cambio. **Aprovechar oportunidades estratégicas.** Otra razón es para tomar ventaja con una nueva estrategia u oportunidad de negocio. Una compañía puede estar gestionando sus actividades en una aparente perfección y a la vez no explotar la oportunidad de desarrollar contratos con otros interesados. Un ejemplo es el de una compañía que tiene la opción de hacer una inversión en una nueva fábrica, pero el incurrir en ese gasto de capital puede violar un acuerdo realizado en un contrato bancario. **Corregir errores de valoración:** Un tercer objetivo de la RC es corregir un error en la forma como los inversionistas perciben a la compañía. En cualquier momento pueden de forma significativa infravalorar o sobrevalorar el negocio. Por ejemplo, los accionistas de la empresa solo pueden entender una parte de las actividades, y con un *spin-off*¹² se puede reducir este tipo de error al hacer que el rendimiento de las áreas del negocio se haga de forma independiente, generando que sea más transparente y fácil de valorar.

Como la RC comprende una gran cantidad y variedad de acciones corporativas que tienen como consecuencia común la generación de múltiples cambios en la empresa orientados a la mejora de su rendimiento económico, uno de los fenómenos más complejos y fundamentales que enfrenta la administración es que cada compañía considera dos estrategias opuestas a elegir: **diversificar o reorientar las actividades.** Mientras que diversificar representa la expansión de las actividades empresariales, reorientar o *downscoping*¹³ caracteriza a una concentración en su negocio principal. Desde esta perspectiva, la RC es una reducción de la diversificación y un proceso que implica un cambio significativo en uno o más de los siguientes aspectos:

- Modelos de propiedad y control
- Composición de obligaciones
- Combinación de activos

Es también un proceso integral mediante el cual una compañía puede consolidar sus operaciones de negocio y fortalecer su posición para lograr los objetivos deseados de **Sinergia**, **Competitividad**¹⁴ y **de Éxito**; a partir de lo cual se logre una reorientación importante o

reestructuración de activos y pasivos a través de la acción consciente para mejorar los flujos de efectivo futuros y para hacer más rentable y eficiente la compañía.

En general, la idea de una RC es permitir a la empresa continuar funcionando de alguna manera, incluso cuando los adquirentes deshacen la empresa y dejan atrás la fortaleza de la estructura original; generalmente todavía hay esperanza y lo que queda puede funcionar lo suficientemente bien como para que un nuevo comprador la adquiera reducida y pueda regresarla a la rentabilidad.

Dentro de los Propósitos de una RC, podemos mencionar:

- Para mejorar su valor, la empresa debe evaluar continuamente su:
 1. Cartera de negocios
 2. Estructura de capital
 3. Propiedad y control
 4. Acuerdos para encontrar oportunidades.
- Centrarse en la utilización de los activos y oportunidades de inversión rentables.
- Reorganizar o desprenderse de activos menos rentables o que generen pérdida en negocios y productos.
- Innovar a efectos que apoye la reducción del costo de capital.

Dentro de las Características de la RC, se pueden citar:

- Lograr un mejor resultado en los estados financieros de la compañía; por la venta de unidades no rentables del negocio.
- Reducción de personal; por venta y cierre de unidades no rentables.
- Modificaciones en la gestión empresarial.
- Venta de activos subutilizados, como patentes y marcas.
- *Outsourcing*¹⁵ de operaciones, por ejemplo nóminas y apoyo técnico a un tercero más eficiente, para que la compañía se centre en sus objetivos.
- Traslado de operaciones, como fabricar en lugares de menor costo.
- Reorganización de funciones tales como ventas, marketing y distribución.
- Renegociación de contratos de trabajo para reducir gastos.
- Refinanciación de deuda de la compañía para reducir cuota de capital y pago de intereses.
- Campaña importante de relaciones públicas para cambiar la imagen de la compañía frente a los consumidores.

Categorías de RC. La reestructuración corporativa conlleva una serie de actividades incluyendo la reestructuración financiera y la reestructuración de la organización o también llamada operativa. **Reestructuración Financiera.** Es la reorganización de los activos y pasivos de una corporación para crear un entorno financiero más beneficioso para la empresa. Generalmente, el

proceso de reestructuración financiera se asocia con una RC, ya que una reestructuración de la función general y la composición de la empresa, es muy probable que impacte en la salud financiera de la compañía. Una vez completada esta reordenación de pasivos y activos de la empresa, puede ayudar a la empresa a seguir siendo competitiva, incluso en una economía deprimida. Este proceso puede realizarse como un medio de eliminar residuos de las operaciones de la empresa. Por ejemplo, la labor de reestructuración puede encontrar que dos divisiones o departamentos de la empresa realizan funciones relacionadas y en algunos casos duplicidad de esfuerzos. En lugar de seguir utilizando recursos financieros para financiar la operación de ambos departamentos, se combinan esfuerzos; esto ayuda a reducir costos sin menoscabar la capacidad de la empresa para conseguir los mismos fines en forma oportuna. En algunos casos, la reestructuración financiera es una estrategia que debe llevarse a cabo a fin de que la empresa pueda continuar sus operaciones. Esto es especialmente cierto cuando las ventas declinan y la corporación ya no genera una ganancia constante. Puede incluir una revisión de los costos asociados con cada sector del negocio e identificar formas de reducir costos y aumentar la ganancia neta. También puede proponer la reducción o suspensión de instalaciones de producción que son obsoletas o actualmente producen bienes que no se están vendiendo bien y están programados para salir gradualmente. Todas las empresas deben prestar atención a las cuestiones financieras a fin de permanecer estables operacionalmente y esperar también que crezcan con el tiempo. Desde esta perspectiva, la reestructuración financiera puede verse como una herramienta que puede garantizar a la corporación hacer el uso más eficiente de los recursos disponibles y generar la mayor cantidad posible de beneficio neto en el actual entorno económico conjunto. **Reestructuración Operativa.** En una reestructuración operativa, el foco de atención está en la gestión y las estructuras internas de control corporativo; y se ha convertido en una práctica muy común entre las empresas a fin de coincidir con la creciente competencia del mercado. Esto hace que las empresas cambien la estructura organizativa para mejorar el negocio. Dentro de los aspectos que hace necesaria la decisión de ejecutar una reestructuración operativa, encontramos:

- Necesidad de nuevas habilidades y capacidades para satisfacer necesidades operacionales actuales o previstas.
- Rendición de cuentas¹⁶ para obtener los resultados, no son claramente comunicados y medibles en evaluaciones.
- Partes de la organización que tengan exceso o falta de personal.
- Comunicación en la organización es inconsistente, fragmentada e ineficiente.
- Tecnología o innovación para crear cambios en procesos de flujo de trabajo y producción.
- Productividad de la mano de obra está estancada o deteriorada.
- Deterioro de la moral personal y laboral.

Características más comunes de la reestructuración operativa son:

- Reagrupamiento del negocio. Se trata de reagrupar los negocios existentes en menos unidades de negocio. La administración maneja la tesis que un menor número estratégico y compacto de unidades puede gestionarse de una manera más fácil y mejor, garantizándolo para obtener ganancias.
- Downsizing. Generalmente las empresas deben reestructurar el recurso humano del negocio para evitar exceso de personal y mejorar los sistemas de trabajo. Para ello pueden ofrecerse planes de retiro voluntario, que es la herramienta más adoptada por las empresas para reducir la fuerza laboral excesiva de la empresa.
- Descentralización. A fin de mejorar la respuesta institucional a los acontecimientos en el entorno dinámico, las empresas se descentralizan. Se trata de reducir los niveles gerenciales en el negocio para que la gente de menor jerarquía sean beneficiada.
- Outsourcing. La subcontratación es otra medida de reestructuración organizativa que reduce la mano de obra y transfiere los costos fijos de la empresa a costos variables.
- Planificación de recursos empresariales. Es el sistema integrado de información de gestión a toda la empresa y al equipo directivo. Este sistema de gestión permite a la administración de negocios entender rápidamente cualquier situación y de la mejor manera. El avance tecnológico de la información mejora la planificación de un negocio.
- Ingeniería de procesos de negocio. Se trata de rediseñar el proceso de negocio para que la empresa maximice el funcionamiento y el valor contenido del negocio.
- Gestión total de calidad. Una certificación externa de la calidad del producto ayuda a obtener una buena voluntad en el mercado. Mejorar la calidad también es necesario para mejorar el servicio al cliente y reducir los costos de la empresa.

1.2.2. Reestructuración en bancarrota

El volumen de fusiones y adquisiciones tiende a oscilar con los movimientos de la economía, y cuando ésta anda mal, las crisis generadas tienden a asociarse con una menor demanda económica, ejerciendo presión sobre las empresas más débiles. Esta presión puede sentirse más en aquellas empresas que contrajeron deuda debido a adquisiciones. En la década del 2000, la deuda de empresas y hogares llegó a altos niveles, esto dejó a las compañías en una posición vulnerable cuando la economía cayó en el 2008. El resultado natural de combinar una desaceleración de la economía con un alto nivel de deuda, es el incremento de bancarrotas.

Además de ser una medida drástica que las empresas toman cuando llegan a ser insolventes, la bancarrota puede ser también una herramienta creativa de finanzas corporativas. La reorganización a través del proceso de quiebra puede en ciertos casos proporcionar beneficios únicos que son inalcanzables por otros medios. De acuerdo al autor Patrick Gaughan¹⁷, hay dos tipos de fallas en los negocios: económicas y financieras.

En el caso de la primera, la falla económica es muy ambigua y puede significar que la compañía genere pérdidas, esto indica que los ingresos son menores que los costos. Sin embargo, dependiendo del usuario y el contexto, una falla económica también podría significar que el ratio de retorno sobre la inversión¹⁸ es menor que el costo de capital¹⁹. Puede ser además que las ganancias obtenidas sean menores que los pronósticos. Aunque en la práctica, el significado del término puede ser diferente y abarcar situaciones de improductividad de la compañía como también casos en los que puede ser productiva pero no de acuerdo a las expectativas.

En el segundo caso, la falla financiera es menos ambigua que la económica, y significa que la compañía no puede cumplir con las obligaciones a su vencimiento ya que no tiene la suficiente liquidez para satisfacerlas, aunque se cuente con un patrimonio neto positivo, o sea, el valor de los activos sea mayor que los pasivos.

Por tanto; si la situación se ha vuelto continua e insostenible, para cualquiera de las fallas se requiere una RC que le permita solventar su “*default*”. Esto puede lograrse con una reorganización “*out of court*” o extrajudicial e “*in court*” o legal.

Como definición práctica, la *bancarrota* se presenta cuando los flujos de efectivo de una compañía no alcanzan para cubrir sus obligaciones financieras, mientras que *quiebra* se refiere a un proceso legal.

1.3. Aspectos Estratégicos de la RC

De acuerdo a lo que hasta ahora se ha descrito, independientemente que la RC se deba a una presión interna para mantener o recuperar el valor de la compañía, o por el otro caso, se requiera para salir de una situación de insolvencia; la RC siempre debe efectuarse de forma deliberada y no improvisada. Para el primer aspecto, es ampliamente conocido que ningún diseño de estrategia u organización funciona para siempre, y si una empresa triunfa con sus estrategias, ese mismo éxito por sí solo será suficiente para crear una necesidad de cambio, ya que por ejemplo, un aumento en el volumen de ventas y del tamaño de la organización, exigirá métodos de dirección y estructuras organizativas distintas; además, los clientes, competidores y tecnologías van a interactuar para crear un entorno empresarial cambiante, lo que a su vez obligará a la compañía a cambiar; por tanto, la RC es un asunto estratégico que conlleva coordinar los aspectos que la compañía ha efectuado bien, unido a una variedad de métodos destinados a revitalizar la organización y reforzar su posición competitiva²⁰.

En el caso del segundo aspecto; cuando una organización se encuentra en graves dificultades financieras, puede efectuar un arreglo privado o solicitar voluntariamente protección bajo un tribunal de quiebras, los cuales generalmente pueden ofrecer un procedimiento para diseñar un plan o acuerdo, con el fin de resolver sus dificultades financieras bajo la supervisión de un tribunal. La principal desventaja, es que una vez que se solicita la protección, todas las subsiguientes decisiones directivas de importancia deben contar con la aprobación de un tribunal, lo que reduce la flexibilidad y la libertad de acción de los directivos. Pero también en esta etapa requiere diseñar estrategias, ya que se deben considerar alternativas como la reorganización para emerger, la fusión con otra firma o la liquidación.

1.4. Motivos

De acuerdo a los acontecimientos empresariales desarrollados en los años 80, un cuestionamiento que no puede pasar desapercibido es si se aprendió algo respecto a la manera de reestructurar una compañía de una forma eficaz; derivado de ello, un aspecto generalizado es que después de procesos de RC, muchas compañías experimentan incrementos sostenidos tanto en valores de mercado como de eficiencia. Según G.Bennet Stewart III²¹, la explicación económica de ese incremento se genera de los motivos que consideran y evalúan los responsables para efectuar una reestructuración. Estos se detallan a continuación:

- Reforzar los incentivos
- Conseguir encajar mejor en el negocio
- Mejorar el enfoque
- Poner remedio al riesgo de reinversión
- Eliminar las subvenciones cruzadas o préstamos entre unidades
- Canalizar el dinero hacia oportunidades prometedoras
- Conseguir una utilización mejor para los activos.
- Instalar una sensación de urgencia y de espíritu empresarial
- Expresar la dedicación, compromiso y confianza de la dirección
- Someter las decisiones a una prueba de mercado
- Incrementar la capacidad de deuda.
- Ahorrar impuestos

Pero también puede deberse a motivos involuntarios externos como, por ejemplo, al incumplimiento de leyes antimonopolio cuando con una agrupación previa se transgredan reglas de defensa de competencia. Dichos aspectos relevantes externos pueden influir grandemente en una reestructuración o reorganización, dentro de los cuales se mencionan:

- Económicos
- Competencia
- Sociológicos
- Gubernamentales

- Tecnológicos

Esta descripción difiere de la opinión de muchos relatos en el que la explicación para las reestructuraciones está dada por una avaricia desenfrenada, como una prueba de que los inversionistas no aprecian los valores inherentes de ciertas empresas o como una recolección no merecida de una ganancia financiera a corto plazo a expensas de los valores a largo plazo.

Aunque no hayan dos reestructuraciones que produzcan resultados exactamente iguales, cada RC impacta en el valor de mercado de la compañía por la misma razón: hay ciertas fricciones del mercado o rigideces institucionales que hacen dificultoso la acción de renegociar. Estas fricciones llamadas imperfecciones del mercado por los economistas, incluyen costos de transacción, de agencia, de información e impuestos.

1.5 Métodos

Como aspecto relevante, lo recomendable es efectuar una RC de forma voluntaria y preventiva; por ejemplo una recapitalización apalancada en un momento en que no haya ninguna oferta hostil sobre la mesa. Con una acción de este tipo se puede disuadir a alguien que quiera apropiarse de la compañía. De igual forma, con una desinversión puede mejorarse el desempeño y a la vez crear valor de dos formas: la primera es que el vendedor recibe efectivo y por adelantado, una parte, si no más, de todo el valor que un comprador espera crear; y la segunda es que la dirección puede enfocarse a crear valor con los negocios que le quedan.

Cuando ya existe un forzamiento a efectuar una reestructuración, la administración de la compañía puede verse obligada a realizar acciones que dañen el valor de la compañía al existir presión a tomar decisiones por acciones externas no previstas. Para ello, un aspecto relevante son los métodos utilizados de RC. Estas técnicas impulsadas por los impuestos sirven de llave para liberar el valor atrapado en una compañía. Estos métodos que desarrolla G. Bennett Stewart III²², están descritos a continuación:

Reestructuración Vertical o de Activos; son técnicas que cambian la configuración de los activos que soportan un negocio. Estos métodos incluyen el uso de compañías que contribuyan al ahorro de impuestos, a la división de compañías y de las actividades dentro de una línea dada de negocios en la búsqueda de hacer más productivas las unidades operativas, por medio de:

- Venta y arrendamiento al vendedor
- Financiación a través de valores
- Franquicias²³
- Subcontratación (*outsourcing*)
- Desintegración vertical²⁴
- Escisión parcial de la empresa a terceros o *sell-off*²⁵

Reestructuración Horizontal o de Unidades de Negocio, son las que pueden incrementar el valor de una unidad de negocios de tres maneras:

- Promoviendo el crecimiento a través de adquisiciones, negocios conjuntos o *join ventures*²⁶, u ofreciendo al público las acciones de una filial.
- Separando una unidad de negocios de la empresa por medio de una venta, transferencia de activos (*spin-off*), canje de acciones²⁷ (*split-off*) o liquidación parcial
- Empezando una recapitalización apalancada interna²⁸.

Reestructuración Empresarial, cambian la estructura de propiedad de la empresa matriz por medio de:

- Nuevas formas de deuda, acciones preferentes o acciones comunes
- Conversión a una nueva sociedad o consorcio
- Recompra de acciones²⁹
- Plan de compra apalancado de acciones para empleados o *leveraged ESOP*³⁰
- Compras apalancadas o *LBO*
- Compras apalancadas por la gerencia o *MBO*³¹
- Fusión estratégica o venta completa
- Separaciones de capital o *Equity Carve-out*³²
- Liquidación completa o división

La reestructuración en cualquiera de los métodos antes detallados no es garantía de un mayor precio de los valores. Algunas empresas efectúan maniobras financieras que les aportan algún incremento en el valor de mercado, otras compañías puede que no logren incremento y otras pueden ser absorbidas. Eso quiere decir que la dirección fracasó en el método utilizado en el tratamiento eficaz de las verdaderas razones para reestructurar una compañía; aunque también puede crearse valor al desprenderse de un activo que está generando destrucción de valor. En el ANEXO No.1 se ejemplifican algunos de los métodos antes detallados.

1.6. Uso de deuda como apoyo a la RC

En el desarrollo de los negocios, se presentan aspectos que pueden convertir en beneficioso el utilizar deuda para financiar las operaciones, esto puede ilustrarse con mayor detalle en el trabajo presentado por Modigliani y Miller³³; ya que cambiar la estructura de capital de una compañía, o sea, modificar la combinación de deuda y acciones; puede crear una fuente de ventaja competitiva al reducir la porción de utilidades destinada al estado y canalizarla al desarrollo interno de las operaciones. Por tanto, los procesos de RC que son apoyados con el uso agresivo pero razonado de deuda, generan la creación de valor en una compañía, adicional al ya comentado que proporciona el beneficio fiscal.

G. Bennet Stewart III, detalla cinco razones³⁴ por las que utilizar deuda de forma agresiva genera una fuerza positiva y un catalizador para que muchas empresas incrementen su productividad y valor de mercado:

- **La deuda ahorra impuestos.** La deuda es una forma de financiamiento menos costosa que las acciones, ya que el gasto de interés es deducible de impuestos, mientras que los pagos de dividendos no lo son, y aunque si se sustituye el capital en acciones por deuda no se modifica la cantidad de dinero utilizada en el negocio, al determinar el valor actual de los impuestos ahorrados cuando la deuda desplaza a las acciones, éste se suma al valor intrínseco de mercado de la compañía.
- **La deuda remedia el riesgo de reinversión no productiva del excedente del flujo de caja.** La obligación generada al adquirir deuda elimina la tentación de la dirección de invertir el excedente de dinero en proyectos o adquisiciones sobrevaloradas. La devolución de deuda no tiene por qué excluir completamente el crecimiento, ya que la expansión debe financiarse con capital nuevo. Esto somete los planes de inversión de la dirección a la disciplina de pasar un *test de mercado*. Existen cinco formas de que una dirección responsable pueda devolver el control del flujo de caja discrecional al mercado y desprenderse de un descuento en el valor ocasionado por la percepción que tiene el mercado del riesgo de reinversión: Recompra de acciones, recompras apalancadas de acciones, sociedades comanditarias, adquisiciones apalancadas y dividendos.
- **Concentrar el capital en acciones.** Esto incrementa el incentivo para que los accionistas vigilen de cerca sus inversiones y para que la dirección y los empleados, si se les da una participación en acciones o algo similar, actúen excepcionalmente bien. Por ejemplo, una recapitalización financiada con deuda puede reforzar los incentivos al concentrar las acciones ordinarias en menos manos.
- **Ajuste y enfoque.** La deuda obliga a la venta de activos o negocios que funcionan mal, lo que permitirá obtener los beneficios de ajuste y enfoque. Ajuste, cuando un negocio o un activo vale más para otra empresa o con un equipo diferente, puede venderse por un valor más grande del que aporta al vendedor, lo que es una recompensa tangible por encontrar un ajuste mejor. Enfoque, es el beneficio que se produce cuando una empresa se ha desprendido de las actividades no relacionadas y la dirección puede concentrar sus energías en la solución de problemas y en explotar oportunidades en otros negocios.
- **La deuda crea una compulsión para actuar bien,** se genera una diferencia psicológica entre deuda y capital en acciones, lo que obliga a concentrarse en el flujo de caja en lugar de los beneficios reportados, y para eliminar subvenciones cruzadas antieconómicas entre unidades.

1.7. Consideraciones e Indicadores de Quiebra

Aunque se ha detallado anteriormente, los administradores buscan maximizar el valor de la compañía, y este puede lograrse con el uso de deuda a nivel óptimo y además producir beneficios adicionales a los fiscales; pero la realidad puede llevarnos a una conclusión diferente, y es que muchas compañías son renuentes a endeudarse excesivamente y podríamos preguntarnos si al no

hacerlo los administradores se están equivocando. El caso es que al endeudarse demasiado, una mayor proporción de los flujos de caja se comprometen en el pago de obligaciones financieras, y como los flujos son volátiles, la probabilidad de incumplimiento se incrementa a medida que crece el nivel de endeudamiento. Cuando los acreedores, clientes, empleados y los *stakeholders*, perciben el riesgo de quiebra, se genera una serie de costos que son crecientes con el nivel de endeudamiento. Por tanto, los sistemas de alerta anticipada pueden ayudar a ponderar la importancia de los diferentes indicadores de estabilidad financiera y prever alguna crisis financiera en la compañía; por ejemplo, los incrementos en las tasas de interés generalmente anuncian fuertes ajustes en los precios de los activos, niveles de deuda a patrimonio neto, rendimiento del patrimonio, utilidades a gastos por intereses y capital. Aunque para no llegar a este tipo de casos extremos es que deben considerarse los beneficios adicionales del financiamiento por medio de deuda. Una determinada situación puede agudizarse por la alternativa de aceptar ciertas pérdidas o quebrar como consecuencia de la presión financiera, aunque una empresa que ha tenido un elevado grado de estabilidad financiera podrá superar de mejor forma situaciones críticas que otra compañía cuya constitución financiera sea frágil y que utilice medidas de emergencia a corto plazo.

Dentro de las metodologías generales que pueden utilizarse para identificar una potencial situación de *distressed debt*³⁵ o problemas financieros, se incluyen las **clasificaciones de deuda**, ya que son de fácil acceso y pueden mostrar el deterioro en una compañía, y las calificadoras de riesgo proveen información para analizar y estimar una probabilidad de *default*. Una segunda metodología son los **modelos predictivos**, dentro de los cuales puede utilizarse el desarrollado por el profesor Edward Altman (ANEXO No.2), cuyo modelo propone el uso de varios ratios para predecir una futura quiebra. Un indicador general final son los **precios de mercado**, el cual puede utilizarse para analizar y pronosticar deterioros operativos.

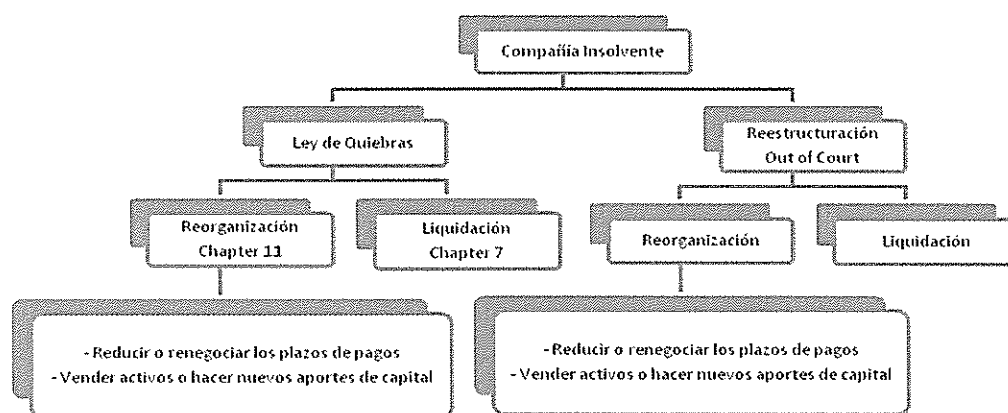
Otras mediciones que pueden utilizarse para estos efectos, son el modelo de probabilidad condicional de Ohlson 1980³⁶, los basados en redes neuronales de Odom y Sharda 1992³⁷, los fundamentados en Black-Scholes-Merton y valoración de opciones³⁸, el modelo de predicción para sociedades cerradas³⁹, entre otros.

II. PROCESOS Y GESTIÓN

Ninguna estrategia es para siempre, y de acuerdo a los motivos y características evaluadas, la estructura organizativa puede constituir una fuerza poderosa en las actividades de reestructuración. Por ejemplo, cuanto más diversificada esté una compañía, más difícil se vuelve para la alta dirección procesar las altas cantidades de información necesarias para controlar correctamente cada actividad. Con el objetivo de aumentar el control, algunas organizaciones dividen sus operaciones en múltiples corporaciones que cotizan en bolsa; por ejemplo Pepsico se deshizo de sus famosos restaurantes Taco Bell, Pizza Hut y Kentucky Fried Chicken, para centrarse en bebidas y aperitivos. Existen también organizaciones que optan por la centralización como forma de reestructuración, tal es el caso de British Petroleum que minimizó su estructura

pasando de doce a una sola oficina central para reducir costos lo cual le proporcionó un ahorro muy significativo. En todo caso, derivado de presiones que efectúen los *stakeholders* por problemas de rendimiento, es que muchas compañías están efectuando reestructuraciones utilizando los métodos descritos en la sección 1.5. y que incluye reconfiguración de activos, adquisiciones apalancadas, cambios en la estructura organizativa, racionalización de gastos, o combinación entre éstos. Esto es la reestructuración como contracción corporativa.

Pero también se vuelve obligada la RC, cuando es derivada por una “*distressed debt*”, lo que genera que se piense en estrategias para continuar operaciones. Es primordial inicialmente evaluar y analizar la viabilidad de la compañía para continuar sus actividades, de lo contrario, si ya se está inmerso en un punto sin retorno, deberá procederse a su liquidación. Tal como se muestra en el siguiente diagrama, si la compañía se encuentra domiciliada en los Estados Unidos de Norteamérica y presenta problemas de liquidez, tiene las opciones de ampararse a la Ley de Quiebras o negociar extrajudicialmente. En ambos casos, si es viable y conveniente su continuidad, podrá efectuarse la reestructuración. Dichas opciones se exponen en el esquema presentado a continuación y se describen en detalle.



Tomado de : *Creating Value through Corporate Restructuring*". Stuart C. Gilson. Editorial Wiley. Second Edition. USA 2010.

2.1. Reestructuración como contracción corporativa

Luego que se han analizado y evidenciado los motivos para una RC, procede preparar un plan de acuerdo a los métodos detallados en 1.5; por ejemplo para la venta de divisiones que no se adapten a los objetivos de la compañía matriz, o se realicen acciones para evitar una compra hostil. En RC de este tipo generalmente no se tienen problemas graves de liquidez, sino de rentabilidad y creación de valor; por lo que necesariamente deben reorientarse los negocios aplicando los métodos que convengan al cumplimiento de sus objetivos futuros a largo plazo.

Generalmente las compañías revisan sus planes a largo plazo en un esfuerzo por responder a la pregunta *¿a qué nos dedicamos?*, lo que obliga a evaluar las capacidades internas y analizar los mercados y competidores. Esto puede lograrse efectuando fusiones; pero en este caso, con una

RC puede también crearse valor por medio del desprendimiento de activos o la desinversión, con la que puede lograrse una sinergia a la inversa, es decir la operación de diversificación puede ser más valiosa para otro en la generación de flujos de efectivo y valor presente neto, ya que es posible que la operación para el actual propietario provoque pérdidas de manera permanente y no se esté dispuesto a dedicar los recursos necesarios para hacerla rentable. O puede que el motivo para la desinversión sea un cambio estratégico, ya que el mercado, además de las ventajas competitivas, cambia a lo largo del tiempo y a veces con demasiada rapidez. Surgen nuevos mercados y nuevas capacidades dentro de las empresas; y lo que alguna vez fue funcional ahora ya no lo sea, por lo que puede volverse necesario tomar la decisión de desprenderse de una sección de la compañía o de una empresa dentro de un conglomerado. Otra razón para la desinversión es que algunos inversionistas son demasiado renuentes a invertir en compañías que producen determinados productos, por lo que la empresa puede optar por cerrar la producción con el fin de atraer inversionistas; también puede deberse a presión política, social, entre otras. En el caso de desinversiones internacionales, una corporación multinacional debe revisar periódicamente su inversión extranjera para determinar si debe conservarla o venderla, ya que algunos proyectos dejan de ser viables porque aumentan los costos de capital, impuestos, riesgos políticos del país, condiciones de la industria o económicas en el país anfitrión.

Por ejemplo, en el informe anual de 1990 para los accionistas⁴⁰, el presidente-director general de Quaker Oats, William D. Smithburg, describía la inminente segregación de su filial de juguetes, Fisher Price: *“La escisión es positiva para nuestros accionistas por varias razones, les permite decidir si quieren tener un negocio de juguetes en sus carteras. Y, a largo plazo, la división debería permitir que Fisher Price trabaje con mayor eficacia, con una toma de decisiones más rápida y con mayor flexibilidad. Esto debería ayudarlo a ser más competitiva y mejorar su capacidad para atraer, retener y motivar a sus empleados. Fisher Price continúa siendo una de las marcas comerciales más estables y muy conocidas en todo el mundo. Esperamos que mejore sus actuaciones significativamente durante un período de recuperación de dos a tres años. Además la segregación permite que Quaker se concentre en nuestro negocio central de alimentación, en el que realmente se encuentra nuestro futuro”*.

Un beneficio de hacer la RC de forma oportuna, es que permite realizar acciones anticipadamente y con ello puede disuadirse a potenciales interesados externos aunque no existan rumores de ofertas hostiles. Por ejemplo, la dirección de *FMC Corporation de Chicago*⁴¹, inició una recapitalización apalancada en un momento que no existían ofertas hostiles sobre la mesa y la compañía funciona con mucho éxito como entidad independiente que cotiza en los mercados de valores. FMC propuso intercambiar un paquete de dinero y acciones nuevas por cada acción ordinaria que se tuviera en circulación.

2.2. Reestructuración en bancarrota “out of court”

Si el problema de la compañía es que se encuentra en una etapa de insostenibilidad financiera debido a que no genera flujos de efectivo suficientes para cumplir sus obligaciones, puede iniciar

una reestructuración “*out of court*” ó extrajudicial, en la que normalmente la empresa y sus acreedores financieros más importantes negocian un cambio en los términos de las obligaciones existentes o efectuar un intercambio acordado de intereses financieros, lo cual implica la adhesión voluntaria entre los involucrados a una serie de principios de negociación cuya finalidad es ayudar a las partes a llegar a un acuerdo consensual de reestructuración beneficioso para todos. La reestructuración “*out of court*” generalmente comienza con una negociación conducida por los participantes en los términos de un acuerdo vigente o que intentará aplicarse. Los puntos clave y prácticos sobre el proceso, son que se trata de una "negociación" con los "participantes claves". Benjamin Graham al analizar el caso de la reestructuración de *Goodyear Tire and Rubber* en 1920, propuso hacerse tres preguntas ¿cuál es la situación presente?, ¿cómo se ha llegado a ella?, ¿qué perspectivas existen con el reajuste propuesto?. Aunque en este nivel, la prioridad y el objetivo sea dar respuesta y solución a la tercera pregunta.

En los casos donde una parte significativa de la estructura de capital está compuesta por deuda bancaria, es bastante sencillo determinar qué se negociará en nombre de los acreedores. Si el préstamo está conformado por un grupo único o pequeño de prestamistas, los participantes relevantes son evidentes. En el caso de un préstamo grande, el contrato especificará un "agente", que recibe una indemnización especial, para realizar estas funciones, aunque otros titulares también pueden involucrarse. Dado que un proceso extrajudicial requiere la participación voluntaria de los acreedores, es casi siempre una negociación. El proceso comenzará a veces con lo que parece ser una acción unilateral por parte del deudor, por ejemplo una oferta. Sin embargo, como cuestión práctica, tal acción generalmente va precedida o conducirá a cierto nivel de negociación informal o formal.

El cómo se implementará la reestructuración será en función del tipo de deuda involucrado y la naturaleza de la reestructuración. Si la deuda es un préstamo bancario, la aplicación es relativamente fácil y suele hacerse con una enmienda al acuerdo del préstamo firmado con los acreedores bancarios. La mayoría de préstamos bancarios permiten a los titulares mayoritarios de la deuda, ejecutar enmiendas, incluida una extensión en la fecha de vencimiento, reducciones de la cantidad principal o tasa de amortización, tasa de interés y el cambio en garantía. Si la deuda es en bonos, la reestructuración puede lograrse con una transacción que involucre sólo a los participantes en el Comité de tenedores de bonos, luego aplicar el acuerdo nuevo puede ser bastante fácil y normalmente se conseguirá con un simple intercambio privado. Sin embargo, desde reestructuraciones típicamente sencillas se tendrán que hacer "sacrificios", generalmente para cambiar la forma o reducir la cantidad reclamada por los involucrados; quienes querrán que prácticamente todos los tenedores de bonos participen y así compartir el sacrificio; para solicitar la intervención de otros, los inversores excluidos del comité generalmente requerirán un intercambio formal o la oferta en el cumplimiento de varios requisitos legales.

Además de estas acciones, la compañía posiblemente trate de resolver sus problemas aplicando cambios en sus operaciones; por ejemplo, reduciendo gastos, vendiendo activos o incluso fusionándose con una empresa sana. También puede tomar otras medidas financieras adicionales

a las renegociaciones de deuda, como reunir capital mediante la venta de nuevos valores negociables o intercambiando instrumentos de deuda por capital accionario.

2.3. *Reestructuración en bancarrota “in court”*

Si los métodos utilizados de RC no son los adecuados y tampoco funcionaron los acuerdos privados, por lo general el proceso de quiebra es el último recurso; y cuando se inicia (ANEXO No.3), además del hecho de que los abogados se llevarán una buena cantidad de dinero, hay probablemente por lo menos dos verdades "universales" acerca de una quiebra. En primer lugar, casi nunca es sorpresa cuando una compañía se adhiere a la protección por bancarrota. Basta un análisis financiero básico junto con ratios de deuda, modelos estadísticos predictivos e indicadores del mercado, para que sea sencillo identificar las empresas donde la probabilidad de quiebra es bastante alta. Más explícitamente, es común para las empresas enviar muchas señales o advertencias al mercado mucho antes a la presentación de una quiebra. Estos pueden incluir discutir el riesgo de quiebra en presentaciones públicas o anunciando acciones con un asesor asociado con procesos de quiebra. La segunda verdad es que todos o algunos de los acreedores originales suelen incurrir en cierta cantidad de pérdida financiera. Si no hubo pérdidas, los acreedores nunca venderían su reclamación con un importante descuento, ya que los acreedores originales temen pérdidas y para mitigarla o evitar el proceso de quiebra, están dispuestos a vender esas reclamaciones, generalmente con descuentos sustanciales. Esta oportunidad da lugar a invertir en *distressed debt*. Y así, mientras la segunda verdad universal es una triste realidad para algunos, es una fuente de oportunidades para otros.

Cada país ha determinado en su legislación algunas barreras de salida que permiten cumplir dos objetivos básicos: a) proveer los medios legales para obligar a los deudores incumplidos al pago de sus obligaciones; b) crear un mecanismo de rehabilitación o de salida para aquellas empresas que enfrentan problemas financieros. Lamentablemente en algunos países ha resultado ser un procedimiento ineficaz por su lentitud, onerosidad y pérdidas de secuencia en el proceso; tanto para el cobro de las deudas incumplidas como para la rehabilitación de empresas, propiciando la utilización de negociaciones extrajudiciales “*out of court*” para dirimir las controversias entre deudores y acreedores. Por tanto, derivado de la repercusión e influencia que produce, se comenta el proceso de quiebra en los Estados Unidos, cuya ley surge como resultado de la creciente toma de conciencia por parte del Congreso de EUA sobre los costos sustanciales que implican las demoras en los procesos de quiebra, así como en relación con los ahorros que se pueden generar si dichos procesos se aceleran. A dicha ley de quiebras se le conoce también como el *Bankruptcy Code*⁴². Dicho documento está compilado bajo el nombre de *11 United States Code*, el cual está a su vez dividido en distintos capítulos o *chapters*, y que para efectos de este trabajo, nos concentraremos únicamente en el *chapter 11* que se refiere a la reorganización de compañías, resultando esencial para entender el proceso de quiebra en EUA.

Bajo el *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* de EUA, se otorga una oportunidad para la reorganización de empresas con problemas financieros y dicho proceso puede durar varios meses

(ANEXO No.4). La idea fundamental es brindar al deudor la posibilidad de que haga una propuesta de pago a sus acreedores, generalmente con descuento, con el objeto de saldar sus deudas y mantener a la empresa operando bajo su propiedad, pero con supervisión federal. A continuación se hace un breve detalle del proceso que sigue una empresa que entra al *Chapter 11*, así como algunos aspectos que deben cumplirse para dichos efectos.

A. Insolvencia. Para efectos del *Bankruptcy Code*, se entenderá por insolvencia la situación financiera con base en la cual la suma del pasivo del deudor es mayor a la suma de sus activos.

B. Inicio del procedimiento. El procedimiento puede comenzar de dos maneras:

- De manera involuntaria, a petición de los acreedores, o
- De manera voluntaria, a solicitud del deudor.

Procedimiento involuntario. Para iniciar el proceso de manera involuntaria, es necesario demostrar que el deudor no está al día en el pago de sus adeudos, pero no se requiere que sea insolvente en los términos del literal A. Si el deudor tiene más de doce acreedores, cuando menos tres de ellos deberán solicitar de manera conjunta el procedimiento involuntario y tener adeudos totales de cuando menos US\$5,000.00. En el caso inusual que un deudor tenga menos de doce acreedores, un sólo acreedor no garantizado con adeudos mínimos de US\$5,000.00, podrá solicitar el procedimiento involuntario. **Procedimiento voluntario.** Para iniciarlo tampoco se requiere que el deudor sea insolvente. En este caso, es el deudor quien solicita acogerse al procedimiento de reorganización, debiendo presentar al juez, para dichos efectos, no sólo una lista de todos sus acreedores, sino también un inventario de activos y pasivos, ingresos y gastos, y, en algunos casos, una "declaración de asuntos financieros".

C. Beneficios y efectos que derivan de la solicitud de reorganización. Una vez presentada la solicitud de reorganización, el juez procederá a darle o no entrada. En caso de que el juez la apruebe, surtirá los siguientes efectos:

- El primer beneficio que recibe un deudor bajo el *Chapter 11* es un retraso al ejercicio de las acciones de cobro por parte de los acreedores garantizados y no garantizados. A este retraso se le conoce como el *Automatic Stay*, e impide cualquier acción de cobro, de molestia, demanda o embargo por parte de los acreedores, permitiéndole al deudor intentar pagar sus deudas, diseñar un plan de reorganización, o simplemente tener un respiro con respecto a las acciones de cobro de sus acreedores. Por otra parte, con el propósito de proteger los intereses de los acreedores durante la reorganización, los bienes del deudor pasan a una situación jurídica especial, quedando sin facultad el deudor de disponer de ellos sin consentimiento previo del juez.
- El segundo beneficio más importante del *Chapter 11* para el deudor, es que conserva la administración de la empresa, aunque ahora bajo la categoría de deudor en posesión, (*Debtor in Possession*). Es importante señalar que en aquellos casos en que los acreedores

lo soliciten o el juez lo considere indispensable, se podrá nombrar a un Síndico para la administración y vigilancia de los activos del deudor.

- Como tercer beneficio importante está la suspensión del devengo de intereses de las deudas no garantizadas⁴³.

D. Comité o Junta de Acreedores. Una vez aceptada la solicitud de reorganización, el juez nombra un Comité de Acreedores no garantizados. El *Bankruptcy Code* contempla también la posibilidad de nombrar a comités de acreedores garantizados, así como de accionistas, si se considera necesario. Es conveniente resaltar que, en este proceso, la legislación americana da una participación importante a los acreedores no garantizados, toda vez que los acreedores garantizados ya gozan de protección conforme al orden de prelación, quienes en caso de liquidación, cobrarán antes que los no garantizados.

E. Reconocimiento de adeudos. Con el objeto de que un acreedor pueda participar en la aprobación del plan de reorganización, o tenga derecho a cobrar sus créditos en el proceso de liquidación, se requiere que haya sido previamente reconocido como acreedor por un juez. En el caso del procedimiento voluntario, y en virtud de que el deudor debe proporcionar un listado de todos sus acreedores, se tendrán automáticamente reconocidos a cada uno de los que aparezcan en dicha lista, siempre y cuando no hayan sido objetados, por lo que no requerirán dichos acreedores solicitar expresamente el reconocimiento de sus créditos. En caso de que se objete algún crédito, el acreedor objetado deberá someterse a una audiencia con el deudor y ante el juez, quien decidirá si dicho acreedor debe o no ser reconocido, así como el monto correspondiente de su adeudo.

En el caso del procedimiento involuntario, el acreedor debe solicitar expresamente su reconocimiento como tal ante el juez, dentro de los noventa días siguientes a la fecha en que se lleve a cabo la primera Junta de Acreedores. El crédito se considerará reconocido si éste no es objetado por ningún otro acreedor. El acreditar la calidad de acreedor determina asimismo el tamaño del voto de dicho acreedor. Generalmente, cada dólar que le es reconocido a un acreedor equivale a un voto dentro de la clase correspondiente en la que se ubique dicho acreedor, para efectos de la aprobación o no, del plan de reorganización, como se comentará más adelante.

F. Plan de reorganización y periodo de exclusividad. La ley otorga al deudor un periodo exclusivo de ciento veinte días, a partir de la presentación de la solicitud de reorganización, para elaborar y presentar un plan de reorganización. El deudor tiene hasta ciento ochenta días, después de presentada la solicitud de reorganización, para recibir la aprobación de los acreedores y accionistas a dicho plan. Los jueces tienen facultades para ampliar ambos plazos y usualmente lo hacen. Una vez que el periodo de exclusividad haya vencido y el deudor no haya presentado un plan, entonces cualquier parte interesada podrá presentarlo. Éste debe contener una clasificación de las deudas en diferentes clases o categorías, agrupando a aquéllas que sean similares en los mismos grupos. Dado que para la aprobación del plan se requiere de la aceptación de cuando menos una categoría de deudas, el proponente buscará constituir dichas categorías en forma tal

que se asegure, en la medida de lo posible, que será aprobado. El objetivo del plan de reorganización es proveer una estructura de reorganización justa y viable. Justa, porque existe prioridad en el cobro, y viable debido a que la compañía sobreviviente necesita tener una estructura financiera que le permita hacer frente a los compromisos que se conserven en su balance después de la reestructuración. El plan debe proveer los medios adecuados para su ejecución. Asegurar, entre otros aspectos, la satisfacción o modificación de las garantías, así como la fusión o consolidación de la empresa con otra de mayor fortaleza, si así se requiere.

Confirmación del plan. Idealmente, el plan debería ser aprobado por todas las categorías de acreedores. Sin embargo, es válido que se apruebe, cuando menos, por una categoría, siempre y cuando todos los acreedores, indistintamente de la categoría a la cual pertenezcan, reciban o mantengan derechos de cobro, cuyo valor no sea menor al que recibirían o mantendrían en caso de que la empresa fuera liquidada.

Imposición del plan de reorganización o Cramdown. La ley estadounidense faculta al juez para imponer el plan de reorganización sobre las categorías disidentes, siempre y cuando dicho plan no discrimine y sea justo y equitativo con respecto a las diferentes clases de acreedores afectados. La ley entiende por trato equitativo y justo, cuando en el caso de los acreedores garantizados que resulten afectados por el plan y lo hayan rechazado, el mismo provea:

a) Que dicha clase conservará la garantía sobre la propiedad, aún cuando ésta última se mantenga en manos del deudor o sea transferida.

b) Que aunque la propiedad sea vendida, el acreedor garantizado recibirá durante la vigencia del plan, pagos diferidos de efectivo equivalentes, por lo menos, al valor del adeudo reconocido el día de la confirmación del plan. Para que un plan sea considerado equitativo y justo en el caso de una clase disidente de acreedores no garantizados, deberá prever cualquiera de los dos supuestos siguientes:

- Que los acreedores no garantizados reciban bienes por un valor igual al monto reconocido de sus créditos.
- Que ningún acreedor de menor jerarquía reciba o conserve ningún bien por dichos adeudos. En otras palabras, los acreedores de menor jerarquía a la de los acreedores disidentes, no deberán recibir ningún pago.

La principal ventaja del *chapter 11* es que permite reorganizar al deudor en funcionamiento, mientras que el *chapter 7* prevé que un síndico nombrado por el Tribunal supervisará la liquidación de los activos del deudor. Al ampararse al *chapter 11*, la compañía no se está declarando formalmente en quiebra, se declara en reorganización, pidiendo un plazo para dejar de pagar sus deudas, una vez reestructurada comenzará al pago de los mismos, y la administración lo prefiere porque a los ejecutivos se les permite mantener sus puestos de trabajo y a veces incluso pueden extraer los salarios prima sobre la teoría que deben proporcionar incentivos adicionales a permanecer en un negocio de riesgo mayor; además, la administración continúa con sus operaciones diarias pero todas las decisiones significativas debe ser aprobadas

por el tribunal de quiebra. También los acreedores generalmente lo prefieren porque esperan que los activos valgan más en funcionamiento o se vendan a través de un proceso dispuesto ordenadamente, que si es liquidado en una subasta o venta forzada. Sin embargo, donde hay varias clases de acreedores, puede haber diferencias de opinión o motivación. Por ejemplo, si hay una clase segura que podría recuperar su reclamación en una liquidación rápida, puede empujar para esta opción, independientemente de si tal medida maximice el retorno a otros acreedores.

Por ello, una vez que se inicia un proceso de quiebra existen esencialmente cuatro objetivos principales: 1) estabilizar la operación de la firma y trabajar por su liquidez inmediata y necesaria para que pueda operar eficazmente después de la petición de quiebra. 2) desarrollar un plan de negocios positivo para maximizar el valor de la empresa o sus bienes. 3) determinar los pasivos "legítimos" de la firma y su prioridad relativa, y 4) en el caso de reorganización, para crear y asignar una nueva estructura de capital. Aunque simple, el proceso consiste en muchas partes y cada una tiene sus intereses propios. En consecuencia, es casi siempre un juego de suma cero donde la ganancia de uno implica necesariamente la pérdida de otro. Así, cada una de las cuatro "etapas" en el proceso afectan significativamente las recuperaciones de diversas partes de la estructura de capital. La principal desventaja del *chapter 11*, es que, una vez solicitada la protección, todas las subsiguientes decisiones directivas de importancia deben contar con la aprobación de un tribunal, lo que reduce la flexibilidad y la libertad de acción de los directivos.

Como ejemplo, se tiene el caso de principios de 2002, Kroll Zolfo Cooper, la subsidiaria de asesoría corporativa de Kroll en los Estados Unidos, la cual se enfrentó al monumental desafío de reestructurar Enron, el gigante de los energéticos arruinado cuyos activos ascendían a US\$65,000 millones. Este se trató del mayor caso de reorganización bajo el Código de Quiebras estadounidense ó *chapter 11*; y sigue siendo el más complejo. Con Steve Cooper al mando como Director General interino de Enron y principal funcionario a cargo de la reestructuración, el equipo de Kroll trabajó con los directivos de Enron y su comité de acreedores en la aplicación de un plan viable que maximizara el valor de las partes interesadas de la compañía. Las gestiones intensivas de Kroll Zolfo Cooper dieron por resultado una recuperación acreedora estimada en US\$16,400 millones y la conservación de 22,000 empleos durante los años del 2002 al 2006.

Un caso más reciente y ocurrido en el año 2011, es el de la compañía de fotografía Kodak que con 130 años de presencia en los mercados se acogió al *chapter 11*, con lo que presentó una quiebra voluntaria para tener la oportunidad de reorganizar sus negocios y enfocarse en el área digital, que es donde más ingresos obtiene. Kodak explicó que además tiene un acuerdo de crédito por US\$950 millones con Citigroup para aumentar su liquidez. Según el comunicado oficial de la empresa, declararse en quiebra les permitirá cumplir con el pasivo de pensiones que adeudan. Con la ley de quiebra la compañía de fotografía buscará terminar los procesos de reestructuración de los negocios, además de hacer énfasis en cuatro puntos clave que son: tener mayor liquidez, vender el portafolio de patentes de una mejor forma, pagar el pasivo de pensiones y medioambiental, y desarrollar los negocios más rentables como los digitales. Algunos analistas internacionales han señalado que el grave error de Kodak fue no cambiar al

ritmo de otras empresas de fotografía, aplazando su entrada a la era digital para cuando ya la competencia les tenía mucha ventaja.

2.4. *Conflictos entre participantes*

El proceso de rediseño de uno o más aspectos de una empresa puede originarse y aplicarse por una serie de diferentes motivos, como el posicionamiento de la empresa, ser más competitivos, sobrevivir en un clima económico adverso o prepararse para avanzar en una dirección completamente nueva. También se vuelve una necesidad cuando la empresa ha crecido hasta el punto que la estructura original no es suficiente, generando resultados gerenciales ineficientes que afectan los intereses generales de la empresa. Por ejemplo, se puede llamar a una RC para extraer algunos departamentos y convertirlos en compañías filiales o *spin-off*, como un medio para crear un eficaz modelo de gestión, así como aprovechar ventajas fiscales que permitirían a la Corporación orientar más ingresos a los procesos de producción. En este escenario, la reestructuración es vista como un signo positivo de crecimiento de la empresa y generalmente es bienvenida por aquellos que desean ver que la corporación obtenga un mayor valor de mercado.

Por la complejidad que puede existir en una organización que está muy diversificada o lo complicado de su estructura de capital, puede ser muy difícil efectuar una RC “*out of court*” ya que efectuar acuerdos con una diversidad de acreedores puede resultar inviable, por lo que muchas compañías optan por la RC “*in court*”

El autor Ross⁴⁴, expone que existe un conflicto de interés inherente entre inversionistas y acreedores que se acentúa cuando ambos tienen información incompleta sobre las circunstancias durante una crisis, y que cuando la compañía padece por primera vez un déficit de flujo de efectivo, es posible que no pueda vislumbrarse si dicho déficit será permanente o temporal; si se convierte en permanente los acreedores ejercerán presión para que se efectúe una RC “*in court*” o se liquide la compañía; si es temporal estos procedimientos pueden no ser necesarios aunque no por ello se pueda resolver con facilidad. Por tanto, la crisis será más onerosa si la complejidad es alta y la información incompleta; y menos onerosa en el caso contrario, deduciendo que la complejidad y la falta de información reducen las posibilidades de llegar a un arreglo económico.

III. ¿PUEDE CREARSE VALOR CON UNA REESTRUCTURACIÓN CORPORATIVA?

Luego de haber revisado los títulos anteriores podemos confirmar que por medio de la RC puede crearse valor para los accionistas, y prueba de ello son los numerosos casos de compañías que para lograrlo efectuaron RC. Para el caso se puede citar a la compañía **Thorn Emi**⁴⁵ que en 1985 pasó de ser una compañía muy diversificada a una empresa especializada en solo dos sectores, algo que le generó una creación de valor para los accionistas de 2,989 millones de euros de junio 1985 hasta enero de 1996. Antes de la reestructuración, desde enero de 1982 hasta junio de 1985

la destrucción de valor fue de 575 millones de euros. La compañía fue obligada a revertir su estrategia de diversificación producto de la presión a la que era sometida por parte del mercado y candidata a una OPA hostil en cualquier momento como consecuencia del descuento existente producto de la diversificación. La respuesta de los miembros del consejo fue cambiar a la alta dirección, que mantenía una diversificación ineficiente, para centrarse en las áreas de alta rentabilidad y vender los demás negocios. La compañía utilizó el dinero de la venta de activos para invertir en adquisiciones de empresas y activos fijos en áreas de negocio en que se centraba su actividad principal. Por tanto, puede describirse que las escisiones crean valor en la medida que proporciona información más precisa de las entidades escindidas. También las escisiones crean valor mediante la formación de empresas independientes y especializadas que pueden ser adquiridas mediante OPAs.

Por tanto, la reestructuración puede realizarse empleando modalidades de desarrollo como las desinversiones, que permiten liberar recursos y buscar usos alternativos, y el empleo conjunto de adquisiciones y desinversiones, que permitan reasignar recursos entre negocios. Las salidas de negocios implican que la empresa necesite “reorganizar y deshacerse” de los recursos asociados con los negocios que abandona. En la mayoría de los casos se trata de recursos obsoletos que pertenecen normalmente a negocios periféricos, y que presentan una limitada o inexistente contribución a la creación de valor del conjunto de negocios de la compañía. Así, esta situación supone la desinversión de recursos de actividades cuyos rendimientos son inferiores al costo de capital y que son transferidos a otros negocios con mayor valor añadido. A pesar de ello, dicha transferencia de recursos entre negocios debe realizarse siguiendo una lógica estratégica de creación de valor. El criterio para llevar a cabo la “salida” de compañías, debería ser el análisis de si las competencias distintivas en cada negocio son superiores a las de la competencia. En el caso de que no lo sean, la empresa se verá obligada a desinvertir ese negocio.

En conclusión, además de progresar hacia unas estructuras de capital más refinadas y fluidas, otro cambio deberá distinguir al futuro del pasado: la alta dirección debería estar deseosa de iniciar la reestructuración corporativa en lugar de ser reacia a ello. La historia indica que las empresas que se han reestructurado de forma preventiva y voluntaria han acabado con una mayor integridad, una reputación más favorable y una actuación superior en el mercado de valores en comparación con aquellas en las que un tercero estableció el programa.

Un aspecto muy importante para ser considerado por compañías que evalúan efectuar una reestructuración corporativa y que destaca a las firmas de capital privado, es su experticia para vender empresas, ya sea encontrando compradores dispuestos a pagar un buen precio por causas financieras o estratégicas o lanzando ofertas públicas iniciales exitosas. De hecho, las firmas de capital privado elaboran una estrategia de salida para cada negocio durante el proceso de adquisición.

3.1. *Efecto en la Valoración*

Cuando se planea, negocia y ejecuta una reestructuración, una de las más importantes consideraciones es cómo la reestructuración afectará el valor de la compañía. La valoración de empresas con dificultades financieras, constituyen una fuente muy provechosa, ya que los inversionistas las pueden adquirir con un descuento muy sustancioso. La quiebra no sólo es una característica inherente al contexto del riesgo, sino que además el término *distressed investing*, o inversión en empresas con problemas financieros, puede resultar acorde a la filosofía de Benjamin Graham y Dodd⁴⁶, quienes exponen que el observador medio no concibe los valores en empresas en bancarrota o a punto de quebrar, como un refugio seguro. De hecho, estos mismos autores comentan que lo mejor es encontrar activos de valor o empresas básicamente rentables que estén apalancadas con niveles de deuda que resulten insostenibles para sus flujos de caja. En el caso de empresas altamente diversificadas se puede perder valor de mercado al reducirse las opciones de inversión y el volumen de información disponible para los accionistas. Por ello, es que las compañías efectúan escisiones; a lo que también Pablo Fernández⁴⁷ hace referencia en su libro, que la literatura reconoce dos fuentes principales de beneficio de las escisiones, la primera es en la medida que proporcionen información más precisa de las entidades escindidas, y la segunda es que añadan valor mediante la creación de empresas independientes y especializadas que pueden ser adquiridas mediante *OPAs*.

Para los que negocian con compañías, el éxito de una reestructuración es ultimadamente juzgado por cómo ha contribuido a su valoración de mercado. Por tanto los gerentes no pueden dar por sentado que los inversionistas darán crédito por todo el valor que se ha creado desde dentro. Hay varias razones por la que los inversionistas pueden subvalorar o sobrevalorar una reestructuración ya que puede tener pocos o ningún precedente, y puede producir cambios significativos en los activos, operaciones y estructura de capital de la compañía, haciendo que se dificulte la evaluación del impacto económico de la RC. Generalmente en la mayoría de las reestructuraciones, los gerentes se encuentran con el crítico reto adicional de *mercadear* la reestructuración en los mercados de capital. El camino más obvio para realizar esta tarea es divulgar información útil y oportuna a los inversionistas y analistas.

Los gerentes corporativos, inversionistas y *stakeholders* y otros afectados por la reestructuración pueden beneficiarse ampliamente conociendo como estimar el valor, y conociendo cuales de los diferentes métodos disponibles es mejor para trabajar en una situación dada. Para esto pueden utilizarse técnicas alternativas de flujos de caja descontados y múltiplos de valor de mercado para compañías o transacciones comparables.

3.2. *Efecto en la Compañía*

Al poner en práctica un proceso de reestructuración, se detalló en los numerales anteriores que este podría efectuarse por medio de fusiones, adquisiciones, desinversiones, escisiones y otros métodos; pero también por falta de liquidez. Esto genera que ocurran sustanciales cambios que

repercutirán en el desarrollo de las operaciones. Para ello puede citarse el caso que una compañía objetivo tiene oportunidades de crecimiento concreto que pudiera aprovechar, pero que se ve frenada por el acceso limitado al capital, aspecto que pudiera superar y aprovechar al fusionarse con una compañía que tenga mejor acceso a él, pero que pueda no tener las mismas oportunidades de obtener beneficios que la empresa objetivo. En este caso, si los negocios forman parte de la misma área o tienen aspectos muy relacionados, es más probable que las partes comprendan el negocio de la otra y puedan valorar mejor lo realistas que son las sinergias involucradas. Otra consideración, es la diversificación a través de adquisiciones, cuya ventaja al comprar compañías del mismo sector es que probablemente será un terreno que el comprador conozca bien, o al menos bastante mejor que otros sectores.

En el caso contrario, que ocurra una desinversión, la perspectiva de reestructuración puede ser diferente para los empleados. Cuando una empresa se reestructura, es común reducir la mano de obra y, por tanto, significa que las personas están perdiendo sus puestos de trabajo. Esto puede reducir la moral de los empleados en gran manera. Por lo tanto muchas empresas proporcionan estrategias de apoyo en la transición y cambio de carrera a sus empleados existentes para una fácil transición a su próximo trabajo.

IV. RC: EXPERIENCIA EN EL SALVADOR

Dado el poco interés de las compañías salvadoreñas de negociar sus acciones por medio de la bolsa de valores, la información sobre fusiones, adquisiciones, desinversiones y otros métodos anteriormente descritos, no es muy conocida; la mayoría de éstos métodos son aplicados privadamente por compañías que no cotizan en bolsa y cuya estructura de propiedad puede limitarse a inversionistas familiares.

Aunque la práctica de reorganizaciones de compañías ha tenido bastante trascendencia, el término mayormente utilizado ha sido el de *salvataje empresarial*, y comprende las formas y procedimientos que deben desarrollarse para lograr que una compañía que se encuentra en dificultades de pago logre estabilizar su nivel de liquidez y cumpla sus compromisos financieros. Podemos conocer a nivel privado de un número muy variado de compañías que han llegado por diversos motivos a niveles de insolvencia e iliquidez amenazando su sostenibilidad.

FUSADES⁴⁸ expresa que uno de los pilares de la economía de crédito moderna se sustenta en mecanismos que proporcionen métodos eficientes, transparentes y confiables de la recuperación de la deuda, garantizados por bienes mobiliarios que hayan servido al empresario para acceder al crédito. Contar con estos instrumentos evitaría que una situación de impago conduzca directamente a la ruina empresarial, pero esta normativa debería estar coordinada con una ley de quiebras moderna que establezca diferentes soluciones a la insolvencia, promueva la rehabilitación de deudores insolventes y regule la salida ordenada del mercado. La regulación legal de la quiebra de comerciantes, y por ende las posibilidades y respuestas legales que nuestro ordenamiento jurídico ofrece a los empresarios o inversionistas ante una insolvencia, son las

mismas que existían hace cien años, pues esta institución se encuentra normada en su mayor parte por el Código de Procedimientos Civiles⁴⁹, por medio del concurso de acreedores, así como en el Código de Comercio⁵⁰ y en la Ley de Procedimientos Mercantiles⁵¹.

De acuerdo al Código de Comercio vigente, el caso de la bancarrota tiene una doble connotación; por una parte, expresa el estado jurídico en que se ubica un comerciante cuando es declarado en quiebra por un juez y, por otra parte, es el nombre que se le da al juicio especial que se inicia con la declaración de dicho estado jurídico. Es decir, la quiebra es el *status* al que se reduce un comerciante y al mismo tiempo es el juicio que se lleva en su contra. **Inicio del procedimiento de quiebra.** Desde el punto de vista del comerciante deudor, el procedimiento puede denominarse *voluntario* cuando es a instancia de éste, e *involuntario o necesario* cuando es solicitado a instancia de cualesquiera de los acreedores, el Ministerio Público a través de la Fiscalía General de la República u otros interesados. La ley distingue dos tipos de convenio: el *preventivo*, que es el que solicita el mismo comerciante y que se propone con anterioridad a la quiebra y se regula a través de la figura **suspensión de pagos** cuyo objeto es prevenir la quiebra. El otro convenio es el *judicial* cuya finalidad es llegar a un arreglo para extinguir la situación de insolvencia.

CONCLUSIONES

Muchos cambios rutinarios se efectúan en las compañías, pero no todos tienen la connotación de reestructuración. Los cambios que implican una RC son aquellos que tienen una gran repercusión en la composición de los activos de la compañía, de igual forma en su estructura de capital y en su estrategia corporativa. Para efectuar este nivel de cambios generalmente se contrata una firma o un experto en reorganizaciones, quien evalúa todos los aspectos involucrados y propone un plan de acción para potenciar la creación de valor o salir de la angustiada situación de iliquidez a que pueda haberse llegado.

Una situación de “*distressed debt*”, es un estatus en la que los cash-flow de la compañía no son suficientes para cubrir las obligaciones contractuales, por lo que las compañías se ven obligadas a adoptar medidas correctivas poniendo en práctica la reestructuración financiera, implicando renegociar términos contratados o intercambiar deudas actuales por nuevas. La reorganización puede lograrse “*out of court*” o “*in court*” y en caso de no haber viabilidad para su continuidad, proceder a su liquidación. Los costos asociados a una RC “*out of court*” son mucho menores que los costos de una quiebra formal, el proceso puede volverse mucho más ágil y el resurgimiento de la compañía puede contribuir a un aumento en el precio de sus valores.

Un número de estudios provee evidencia consistente con la hipótesis que a algunas firmas que no son económicamente viables se les ha permitido reorganizarse y emerger amparadas al *Chapter 11*. Por ejemplo, se ha concluido que las compañías económicamente viables generalmente se reestructuran en forma privada, implicando que las firmas que no lo son terminan amparándose al *Chapter 11* y es porque su proceso puede ser muy complejo. Por tanto, el hecho de solicitar el amparo legal para reorganizarse no es garantía total que mantendrá estabilidad en el período post-reorganización.

Dentro de la teoría financiera, encontramos que el Riesgo No Sistemático se puede disminuir con la diversificación, Con el presente trabajo puede argumentarse que sin un análisis exhaustivo de la empresa y de sus negocios subyacentes antes de comprar acciones, no haberse protegido deliberadamente frente a pérdidas graves, y a aspirar a resultados adecuados y no a resultados extraordinarios; se puede caer en una diversificación que en lugar de que disminuya el riesgo, se acrecienta al caer en una situación de pérdida de control y abundancia de información controlarse debido a una sobre-diversificación.

En todos los países existen normativas que funcionan como barreras de salida en casos extremos, en algunos los procesos son muchos más ágiles y menos costosos que en otros, aunque uno de los objetivos de la quiebra y otros arreglos en la crisis, es que los acreedores y otros proveedores de capital conozcan con claridad sus derechos y lo que pueden esperar recuperar en caso de una situación de iliquidez.

Un uso muy elevado y no razonado de deuda puede ahorrar impuestos, pero al mismo tiempo puede llevar a una compañía a problemas financieros, lo que la obligaría a incumplir sus obligaciones contractuales; por tanto, si maximizar el valor de la compañía implica utilizar un nivel de deuda muy alto, debe analizarse detalladamente su estructura de capital óptima, la cual equilibre el nivel de endeudamiento donde se compense el valor del ahorro fiscal esperado con el valor de las dificultades esperadas (*trade-off*). Para esto, deben observarse otras razones que complementen el uso agresivo de deuda sin exponer la compañía a iliquidez.

El responsable financiero debe evaluar continuamente los resultados atenuados con la realidad económica y social de una compañía. Lo anterior para hacer uso de herramientas financieras a efectos de prever o anticipar cualquier indicio que coloque a la compañía en una situación de *distressed debt*. Para esto se cuenta con herramientas financieras clave por ejemplo controles y medición del crecimiento en ventas, margen de contribución de gastos operativos conocido como OPEX, días en cuentas por cobrar, días en inventarios, días en cuentas por pagar, inversión en capital o CAPEX. Y es que controlar con estos *cash-driver* básicos durante el corto plazo, puede reducirse el riesgo de una quiebra a mediano o largo plazo. De igual forma, utilizar para medición y parámetro el *predictor* de quiebras de Altman, a efecto de mantener alertas ante los movimientos, pero atenuando las cifras resultantes con el entorno económico y con un análisis estratégico, de la industria y competitivo.

Otro desafío del **responsable financiero** es evaluar oportuna y periódicamente los posibles efectos que producirán las decisiones corporativas en el corto y largo plazo, que en caso de no ser correctas puede ser muy tarde para reaccionar o que las opciones viables se vean reducidas a perder lo menos posible. Debe revisar detenidamente el trasfondo de una RC, ya que puede incluir un dilema ético, y es que en la historia de las reorganizaciones, varias compañías se han declarado en quiebra o han amenazado con hacerlo como forma para reducir costos laborales u obligar a los acreedores a renegociar términos y condiciones de sus contratos; utilizando la ley para ejercer presión.

En el caso salvadoreño, el nivel de endeudamiento tiene una gran repercusión al momento de la evaluación para ser sujeto de crédito, por lo que es una condicionante para su otorgamiento, no importando la estabilidad de la compañía en ese momento. Se evalúa el riesgo que puede representar el otorgar un crédito a una compañía altamente endeudada.

Al aplicarse cualquiera de los métodos descritos en este trabajo para reestructurar una compañía, deben considerarse los aspectos tributarios relacionados, ya que si no se aplican las disposiciones regulatorias relacionadas de una forma correcta, se pueden tener consecuencias graves que dañen severamente a la compañía; por tanto, la estrategia debe considerar los aspectos tributarios que apliquen de acuerdo al método seleccionado para reestructurarse.

REFERENCIAS

Bibliografía.

1. Libros

“Creating Value through Corporate Restructuring”.

Stuart C. Gilson. Editorial John Wiley & Sons. Second edition. U.S.A. 2010.

“Corporate Restructuring”.

Gordon Donaldson. Editorial Harvard School Business Press. U.S.A. 1994.

“Corporate Financial Distress and Bankruptcy”.

Edward I. Altman – Edith Hotchkiss. Editorial Wiley, Third edition. U.S.A. 2006.

“Distressed Debt Analysis. Strategies for Speculative Investors”.

Stephen G. Moyer, CFA. Editorial J. Ross Publishing, U.S.A. 2005.

“Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”.

Patrick A. Gaughan. Editorial John Wiley & Sons, U.S.A. 2011.

“The New Corporate Finance. Where theory meets practice”.

Donald H. Chew, Jr. Editorial McGraw Hill/Irwin. U.S.A. 1999.

“The Revolution in Corporate Finance”.

Joel M. Stern and Donald H. Chew Jr. Editorial Blackwell Business. U.S.A. 1998.

“En Busca del Valor”.

G. Bennet Stewart III. Título original The Quest for Value. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 2000.

“Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas”.

Juan Mascareñas Pérez-Íñigo. Editorial del Economista. Quinta edición. España 2011.

“Fusiones y Adquisiciones. Las claves para prevenir errores”.

Patrick A. Gaughan. Ediciones Deusto. Barcelona 2006.

“Fundamentos de Inversiones: Teoría y Práctica”.

Gordon J. Alexander, William F. Sharpe, Jeffery V. Bailey. Pearson Educación, Tercera edición, México 2003.

“Finanzas Corporativas”.

Stephen A. Ross, Randolph A. Westerfield, Jeffrey A. Jaffe. McGraw-Hill Editores, Octava edición, México 2009.

“Finanzas Corporativas – Un enfoque latinoamericano.”

Guillermo López Dumrauf. Alfaomega Grupo Editor, Segunda edición, Buenos Aires 2010.

“El Inversor Inteligente”.

Benjamín Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2007.

“Security Analysis”.

Benjamin Graham y David L. Dodd. Ediciones Deusto. Barcelona 2009.

“Invertir según Benjamin Graham”.

Benjamin Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2010.

“Fundamentos de la Dirección Estratégica”.

Jeffrey S. Harrison y Caron St. John. Ediciones Paraninfo S.A, Segunda edición. España, 2009.

“Creación de Valor para los Accionistas”.

Pablo Fernández. Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona 2002.

“Principios de Valoración de Empresas”.

Xavier Adserá y Pere Viñolas. Ediciones Deusto. España 2003.

“Sálvese quien pueda. Una historia de la especulación financiera”.

Edward Chancellor. Ediciones Granica, S.A. Buenos Aires 2000.

“Código de Comercio de El Salvador”.

Asamblea Legislativa de la República de El Salvador.

2. Artículos

“El secreto estratégico de las firmas de capital privado”.

Harvard Business Review, Volumen 85, N°. 9, Septiembre 2007.

“Diez maneras de crear valor para los accionistas”.

Alfred Rappaport, Harvard Business Review América Latina, Septiembre 2006.

“Segregaciones: comparación fiscal con la venta de activos”.

Katherine Schipper y Linda Vincent. Máster en Finanzas. Ediciones Deusto. Barcelona 2004.

“Deuda, folclore y estructura financiera”.

Raghuram Rajan y Luigi Zingales. Máster en Finanzas. Ediciones Deusto. Barcelona 2004.

“Segregaciones: ¿por qué la información fluye mejor”.

Michel Habib. Máster en Finanzas. Ediciones Deusto. Barcelona 2004.

“Rendimiento y Compra Apalancada Inversa”.

Robert Holthausen y David Larcker. Máster en Finanzas. Ediciones Deusto. Barcelona 2004.

“La Historia de Tres Códigos de Insolvencia”.

Walter Torous, K. Nyborg y J. Franks. Máster en Finanzas. Ediciones Deusto. Barcelona 2004.

“Restructuring Scope, Performance and R&D intensity”.

Jianwen Liao. American Society for Competitiveness. Vol 12. No. 1. 2004.

“Chapter 11: Duration, Outcome and Post-Reorganization Performance”.

Diane K. Denis and Kimberly J. Rodgers. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 42. No. 1. March 2007.

“La Quiebra en El Salvador: situación actual y perspectivas de reforma”.

FUSADES. Boletín de Estudios Legales No. 68. Agosto 2006.

3. Noticias y sitios web.

“Historia de KKR”.

Juan Mascareñas, ver <http://www.ucm.es/info/jmas/f&a/kkr.pdf>

“Compras Apalancadas”.

Catherine Austin Fitts, ver http://dunwalke.com/espanol/capitulo_5.htm

“Casos de LBO y MBO”

Juan Mascareñas, ver <http://www.ucm.es/info/jmas/f&a/casoslbo.htm>

“Chapter 11”

United States Courts, ver <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter11.aspx>

“Finance Topics”

M&A and Corporate Restructuring [http://www. macabacus.com](http://www.macabacus.com)

NOTAS

¹ Heráclito, filósofo griego que vivió en Éfeso, hoy desaparecida y actual Turquía (hacia 540 a.C.-Éfeso, id., h. 470 a.C.). Muy poco se sabe de la biografía de Heráclito de Éfeso, apodado *el Oscuro* por el carácter enigmático que revistió a menudo su estilo, que como testimonio dejara un buen número de los fragmentos conservados de sus enseñanzas. Las enseñanzas de Heráclito, según Diógenes Laercio, quedaron recogidas en una obra titulada *De la naturaleza*, que trataba del universo, la política y la teología; aunque probablemente esta subdivisión la introdujera una compilación alejandrina de los textos de Heráclito, pero lo que ha llegado hasta nosotros de su doctrina se encuentra en forma fragmentaria y sus fuentes son citas, referencias y comentarios de otros autores.

² Véase “Creación de Valor para los Accionistas” páginas 25 a la 27 y 130. Pablo Fernández. Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona 2002; en donde establece que una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para los accionistas es superior al costo de las acciones (la rentabilidad exigida a las mismas); y se destruye valor cuando ocurre lo contrario. Utiliza la fórmula Creación de Valor = Capitalización x (Rentabilidad para los accionistas – Ke). La capitalización es el valor de todas las acciones de la empresa; la rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio de año; y Ke es la rentabilidad exigida a las acciones, que es aquella que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados y depende de los tipos de interés de los bonos del estado a largo plazo y del riesgo de la empresa. Por tanto la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se reflejan en la rentabilidad exigida por los accionistas.

³ Ver “Fusiones y Adquisiciones. Las claves para prevenir errores”, Páginas 57 y 58. Patrick Gaughan. Sinergia en fusiones se traduce en la capacidad de un grupo empresarial de ser mas rentable que los beneficios individuales de las empresas que se unieron. La sinergia suele clasificarse en dos tipos: 1) de explotación y 2) financiera. La primera se refiere a las ganancias de eficiencia o ahorros de explotación que se obtienen en las fusiones horizontales y verticales. La segunda hace referencia a la posibilidad de que el costo de capital disminuya uniendo una o más compañías. Cuando la sinergia es exitosa la entidad combinada es mayor que la suma de las partes consideradas individualmente, en otras palabras $2+2=5$. En el caso de la sinergia a la inversa, significa que las partes funcionan mejor separadamente que si se consideran dentro de una estructura corporativa, en otras palabras $4-1=5$.

⁴ Existe una diferencia en la terminología entre Estructura de Capital y Estructura Financiera, y es que la Estructura Financiera engloba todas las fuentes de Financiamiento, incluyendo las de corto plazo; mientras que la Estructura de Capital se basa exclusivamente en instrumentos de largo plazo. El problema que se presenta es que generalmente se habla indistintamente de uno y de otro, pero esto no es del todo correcto. Los financistas debemos distinguir claramente entre

ellos. Para el caso, el trabajo de Modigliani y Miller se refiere a la Estructura de Capital, exclusivamente.

⁵ Estructura Operativa: consiste en revisar a la organización como un todo, desde la estructura organizacional hasta sus sistemas y procedimientos; desde las inversiones en equipos hasta el más pequeño gasto erogado.

⁶ Robert Michael Milken (nacido el 04 de julio 1946 en Encino, California) es un inversionista estadounidense que creó el mercado de bonos de alto rendimiento (también llamados bonos basura) durante los años 1970 y 1980. Es graduado de la Universidad de California, Berkeley; y pasó a recibir su título de maestría en Administración de Empresas de la Universidad de Pennsylvania, Wharton School.

⁷ Henry R. Kravis es un inversionista y financiero de Wall Street, famoso por popularizar las compras apalancadas (leveraged buyouts, o LBO). Kravis es uno de los fundadores de Kohlberg Kravis & Roberts (KKR) y una de las personas más ricas en el mundo, con un valor neto de \$5 billones. Fue socio en Bear Stearns antes de comenzar KKR con su primo, George Roberts, y su jefe de Bear Stearns, Jerome Kohlberg, Jr. En KKR, Kravis aprendió como dominar el arte de la compra apalancada. KKR encontraba compañías que estaban a nivel más bajo de lo esperado, ponía el 10% del precio de la compra, y financiaba el resto con bonos basura (junk bonds, o la deuda con alto interés), usando los activos de la compañía como colateral. KKR entonces reestructuraba la corporación y eliminaba los costos innecesarios, vendiendo los activos y los negocios subsidiarios que no realizaban su nivel apropiado. Una vez que la compañía mejoraba su funcionamiento como resultado de todas estas medidas, KKR entonces vendía la compañía a otros inversionistas por un precio más alto de lo que había pagado inicialmente.

⁸ Véase “Invertir según Benjamín Graham” Capítulo 17. Benjamin Graham. Ediciones Deusto. Barcelona 2010.

⁹ Véase “El secreto estratégico de las firmas de capital privado” Harvard Business Review Volumen 85, número 9, Septiembre 2007.

¹⁰ KKR & Co. Es una compañía fundada en 1976 Véase <http://www.ucm.es/info/jmas/f&a/kkr.pdf>

¹¹ Véase M. Jensen and W. Meckling, 1976, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3: 305-360. Tomado de “Creating Value through Corporate Restructuring”. Stuart C. Gilson. Editorial Wiley. Second edition. U.S.A. 2010.

¹² Spin-off o segregación de un activo a los accionistas: consiste en distribuir entre los accionistas de la compañía matriz, las acciones de una empresa filial según la proporción del capital que

tengan en dicha matriz. En este tipo de operación no se entregan los activos a cambio de dinero o títulos, sino que simplemente se reparten las acciones entre los que eran inicialmente sus propietarios finales (por ello no suele haber implicaciones fiscales), con lo que después de la operación, la compañía filial pasa a ser una empresa independiente aunque con los mismos propietarios que su antigua matriz. La segregación puede ser total (todo el capital se reparte entre los accionistas de la matriz), o parcial (la matriz aún conserva parte del capital de la filial y el resto se reparte entre sus propios accionistas). Por tanto, es la creación de una empresa independiente a través de la venta o distribución de nuevas acciones de una empresa ya existente o división de la sociedad matriz. Un spin-off es un tipo de desinversión. Es una nueva organización o entidad derivada de la escisión de una compañía mayor. Se concibe un spin off como una unidad de negocio que se crea en el seno de una empresa o entidad ya existente, regularmente como iniciativa de un empleado de ella misma y su financiamiento se da a través de fondos de inversión. Las empresas spin off tienen su propia estructura jurídica, independiente de la entidad que las creó; o sea, son empresas nuevas. (ver ANEXO No.1).

¹³ Downscoping: consiste, entre otras cosas, en reducir la diversificación mediante la venta de las actividades no esenciales que no están relacionadas con las competencias y capacidades fundamentales o *core* de la organización.

¹⁴ Ver “Competitividad y Desarrollo Local”. Página 70. Sergio A. Berumen, 2006 página 70; Competitividad es entendida como la capacidad de las empresas para incrementar su participación en mercados en crecimiento, pues sólo de ese modo podrá garantizarse la conservación de su dinamismo.

¹⁵ Outsourcing: subcontratación o tercerización es el proceso económico en el cual una empresa mueve o destina los recursos orientados a cumplir ciertas tareas hacia una empresa externa por medio de un contrato. Esto se da especialmente en el caso de la subcontratación de empresas especializadas. Para ello, pueden contratar sólo al personal, caso en el cual los recursos los aportará el cliente (instalaciones, hardware y software), o contratar tanto el personal como los recursos. Por ejemplo, una compañía dedicada a las demoliciones puede subcontratar a una empresa dedicada a la evacuación de residuos para la tarea de deshacerse de los escombros de las unidades demolidas, o una empresa de transporte de bienes puede subcontratar a una empresa especializada en la identificación o empaquetado.

¹⁶ Rendición de cuentas es un concepto ético que nace en la cultura anglosajona y según los autores Bruce Stone, OP Dwivedi y Joseph Jabbra, existen ocho tipos de rendición de cuentas: moral, administrativo, político, de gestión, comercialización, jurídico y judicial, circunscripción relación y profesional. Y aunque no hay un concepto consensuado, puede decirse que Rendición de cuentas abarca de manera genérica tres maneras diferentes para prevenir y corregir abusos de poder: obliga a abrirse a la inspección pública, lo fuerza a explicar y justificar sus actos y lo supedita a la amenaza de sanciones.

¹⁷ Véase “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”. Páginas 435-436. Patrick A. Gaughan. Editorial John Wiley & Sons, U.S.A. 2011.

¹⁸ El retorno neto, a veces llamado retorno sobre la inversión o ROI por sus siglas en inglés, describe el análisis financiero de los gastos de capital. Para calcular el retorno neto, se resta primero el valor de la inversión (VI) de los beneficios totales del retorno (BT). Luego se divide el monto neto del retorno entre el valor de la inversión. Esto ayuda a comparar los retornos sobre dinero que la empresa gasta internamente, con ingresos disponibles en otro lado. Sin embargo no toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo. $ROI = (BT-VI)/VI$

¹⁹ Costo de capital es la tasa mínima de rentabilidad a la que debe remunerarse a las diversas fuentes financieras que componen el pasivo, con el objeto de mantener satisfechos a los inversionistas, evitando al mismo tiempo, que descienda el valor de mercado de sus acciones. Es la tasa de rendimiento interno que una empresa deberá pagar a los inversionistas por incitarles a arriesgar su dinero en la compra de títulos emitidos por ella.

²⁰ Véase “Fundamentos de la Dirección Estratégica”. Páginas 156-163. Jeffrey S. Harrison y Caron St. John. Ediciones Paraninfo S.A, Segunda edición. España, 2009.

²¹ Véase “En Busca del Valor” Página 494. G. Bennet Stewart III. Título original The Quest for Value. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 2000.

²² Véase “The New Corporate Finance. Where theory meets practice”. Página 622. Capítulo VI, Donald H. Chew, Jr. Editorial McGraw Hill/Irwin. U.S.A. 1999.

²³ Franquicia: es la práctica de utilizar el modelo de negocios de otra persona. La franquicia es una palabra de derivación anglo-francesa - de Franc- se utiliza tanto como un sustantivo o como verbo (transitivo). El diccionario de la Real Academia Española (vigésima segunda edición) lo define en su acepción segunda como una "*concesión de derechos de explotación de un producto, actividad o nombre comercial, otorgada por una empresa a una o varias personas en una zona determinada.*" Una franquicia es un acuerdo entre el "franquiciador" o "franquiciante" y el destinatario o "franquiciado" por virtud del cual el primero cede al segundo la explotación de una franquicia. Hay varios elementos importantes que componen la "franquicia". Por una parte la marca comercial que distingue al franquiciador, un determinado "saber hacer" (o know-how) y la formación impartida a los franquiciados. A cambio de la cesión, el franquiciador recibe una regalía, royalty o canon que podrá retribuir la cesión de la marca comercial, el know-how cedido y la tasa de formación y asesoramiento. La franquicia se concede, por lo general, por un período determinado y para un determinado "territorio". Puede ser una franquicia exclusiva o no exclusiva. Varios tangibles e intangibles, tales como servicios de apoyo nacionales o internacionales de publicidad, formación y otros, se hacen disponibles comúnmente por el franquiciador. Los acuerdos suelen durar entre cinco y treinta años, con la posibilidad de

cancelación o terminación anticipada mediante un preaviso. El incumplimiento de las cláusulas contractuales suele acarrear consecuencias graves para los franquiciados.

²⁴ Desintegración vertical: actividad contraria a la integración vertical, la cual incluye: En la **integración vertical hacia atrás**, la compañía crea subsidiarias que producen algunos de los materiales utilizados en la fabricación de sus productos. Por ejemplo, una compañía automovilística puede poseer una empresa de neumáticos, una de vidrio y una de metal. El control de estas subsidiarias se justifica para crear un suministro estable de materiales y asegurar una calidad constante en el producto final. En la **integración vertical hacia delante**, la compañía establece subsidiarias que distribuyen o venden productos tanto para los consumidores como para su propio consumo. Como ejemplo, sería un estudio de cine que poseyera una cadena de teatros donde proyectar sus películas. En la **integración vertical compensada**, la empresa establece subsidiarias que le suministran materiales a la vez que distribuyen los productos fabricados.

²⁵ Sell-off o escisión parcial de la empresa a terceros: consiste en la venta a terceros de una parte de la compañía tal como una filial, una división o una línea de productos. La escisión parcial de la compañía deberá estar basada en la creación de valor, puesto que la idea subyacente es la de que los activos puestos a la venta pueden tener un mayor valor que la simple actualización corriente de flujos de caja que se espera produzcan si permanecen integrados en la compañía. Además, si dichos activos se venden a diversos compradores, posiblemente se obtendrá un mayor ingreso que si se vende como un todo. (ver ANEXO No.1)

²⁶ Empresa conjunta o *joint venture*: es un tipo de acuerdo comercial de inversión conjunta a largo plazo entre dos o más personas (normalmente personas jurídicas o comerciantes). Una *joint venture* no tiene por qué constituir una compañía o entidad legal separada. En castellano, *joint venture* significa, literalmente, ‘aventura conjunta’ o ‘aventura en conjunto’. Sin embargo, en el ámbito de lo jurídico no se utiliza ese significado: se utilizan, por ejemplo, términos como “alianza estratégica” y “alianza comercial”, o incluso el propio término en inglés. El *joint venture* también es conocido como “riesgo compartido”, donde dos o más empresas se unen para formar una nueva en la cual se usa un producto tomando en cuenta las mejores tácticas de mercadeo. El objetivo de una “empresa conjunta” puede ser muy variado, desde la producción de bienes o la prestación de servicios, a la búsqueda de nuevos mercados o el apoyo mutuo en diferentes eslabones de la cadena de un producto. Se desarrollará durante un tiempo limitado, con la finalidad de obtener beneficios económicos para su desarrollo. Para la consecución del objetivo común, dos o más empresas se ponen de acuerdo en hacer aportaciones de diversa índole a ese negocio común. La aportación puede consistir en materia prima, capital, tecnología, conocimiento del mercado, ventas y canales de distribución, personal, financiamiento o productos, o, lo que es lo mismo: capital, recursos o el simple *know-how* (‘saber cómo’). Dicha alianza no implicará la pérdida de la identidad e individualidad como persona jurídica.

²⁷ Split-off: es un tipo de reorganización societaria por el cual las acciones de una subsidiaria se canjean por acciones de una empresa matriz. Por ejemplo, Viacom anunció una división fuera de

su participación en Blockbuster en 2004 por el que Viacom ofreció sus acciones los accionistas de Blockbuster, a cambio de una cantidad adecuada de valores de Viacom.

²⁸ Recapitalización Apalancada o *leveraged recap*: consiste en endeudar la empresa y distribuir los recursos financieros obtenidos entre sus accionistas, ya sea comprando sus acciones y/o distribuyéndoles un importante dividendo. Esto se puede utilizar como medida defensiva ante una posible toma de control hostil o como forma de suministrar liquidez a los dueños de la compañía. También puede utilizarse como estrategia para defenderse de una absorción. Es una modificación de la estructura de capital de una empresa. Por ejemplo, es posible que una compañía venda bonos con el fin de obtener el efectivo necesario para readquirir parte de sus acciones ordinarias en circulación.

²⁹ Recompra de acciones: consiste en la adquisición por parte de la empresa emisora de una parte de sus acciones ordinarias, pagándolas en efectivo por lo que reduce el número de acciones en circulación. La compañía conserva las acciones que ha recomprado como acciones en tesorería y puede decidir venderlas para obtener efectivo en el futuro. La recompra puede hacerse de tres formas: a- adquiriendo las acciones en el mercado de valores, b- a través de una oferta pública de acciones (OPA). c- mediante la negociación directa con accionista importante (órdago).

³⁰ Leveraged ESOP: un plan de adquisición de acciones para los empleados en el que la empresa patrocinadora toma prestados fondos para la compra de acciones de la misma, que luego se distribuyen o venden a los empleados como parte de su remuneración. Se paga el préstamo con las contribuciones anuales.

³¹ Management buyout o MBO: consiste en la adquisición de una sociedad, o de parte de ella o de sus activos; por un grupo de directivos que trabaja en la misma apoyados por una empresa de Capital Inversión.

³² Equity carveout u oferta pública de venta de parte de una filial: es una segregación de capital y consiste en colocar en el mercado de valores una parte de las acciones de una empresa filial totalmente controlada por la compañía matriz. Así, ésta última en lugar de financiarse emitiendo nuevas acciones ordinarias, decide vender parte de las acciones de su paquete de control en una subsidiaria utilizando como aval los flujos de caja esperados y los activos de la misma, pero la compañía matriz puede seguir conservando el control de su filial. Se hace una oferta pública para la venta de parte de las acciones de una filial a inversionistas nuevos. (ver ANEXO No.1).

³³ Véase Franco Modigliani y Merton H. Miller. “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”. American Economic Review 64, Junio de 1963. Páginas 433-442.

³⁴ Véase “En Busca del Valor” G. Bennet Stewart III. Título original The Quest for Value. Página 429. Parte III Reestructuración Financiera, Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 2000.

³⁵ Véase “Distressed Debt Analysis. Strategies for Speculative Investors”. Página 6, What is distressed debt?. Stephen G. Moyer, CFA. Editorial J. Ross Publishing, U.S.A. 2005.

³⁶ Véase Ohlson, J. (1980) “Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy” Journal of Accounting Research, Spring: 109-131.

³⁷ Véase Odom, M. y Sharda, R. (1992) “ A Neural Network Model for Bankruptcy Prediction”, en Trippi, R. y Turban, E. (eds.), Neuronal Networks in Finance and Accounting, Probus Publishing, Chicago.

³⁸ Véanse Hillegeist, Keating, Cram & Lundstedt “Assessing the Probability of Bankruptcy” November 2003, forthcoming: Review of Accounting Studies; y “Forecasting Default with the KMV-Merton Model” Sreedhar T. Bharath and Tyler Shumway, University of Michigan. Abril 26, 2005.

³⁹ Véase Stein, Roger, Kocagil, Ahmet Bohn, Jeff & Akhvein, Jalal (February 2003). “Systematic and Idiosyncratic Risk in Middle-Market Default Prediction: A study of the Performance of the RiskCalc™ and PFM™ Models” Moody’s Special Comments.

⁴⁰ Véase “Segregaciones: comparación fiscal con la venta de activos”. Katherine Schipper y Linda Vincent. Máster en Finanzas. Página 127. Ediciones Deusto, Barcelona 2004.

⁴¹ Véase “En Busca del Valor” G. Bennet Stewart III. Título original The Quest for Value. Parte III Reestructuración Financiera, Página 569. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 2000.

⁴² Véase Chapter 11” United States Courts en <http://www.uscourts.gov/FederalCourts/Bankruptcy/BankruptcyBasics/Chapter11.aspx>

⁴³ Deudas no garantizadas: se refiere a las que no están amparadas por una garantía real. En el caso de deudas garantizadas, se refiere a aquellas cuyo crédito está respaldado por una garantía real constituida sobre una deuda que se puede ejecutar en caso de incumplimiento por parte del deudor.

⁴⁴ Véase “Finanzas Corporativas” Stephen A. Ross, Randolph A. Westerfield, Jeffrey A. Jaffe. Páginas 822-823. McGraw-Hill Editores, Octava edición, México 2009.

⁴⁵ Véase “Creación de Valor para los Accionistas”. Pablo Fernández. Página 249. Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona 2002.

⁴⁶ Véase “Security Analysis”. B. Graham y David L. Dodd. Página 357. Ediciones Deusto. Barcelona 2009.

⁴⁷ Véase “Creación de Valor para los Accionistas”. Pablo Fernández. Página 247, Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona 2002.

⁴⁸ Véase “La Quiebra en El Salvador: situación actual y perspectivas de reforma”. FUSADES. Boletín de Estudios Legales No. 68. Agosto 2006.

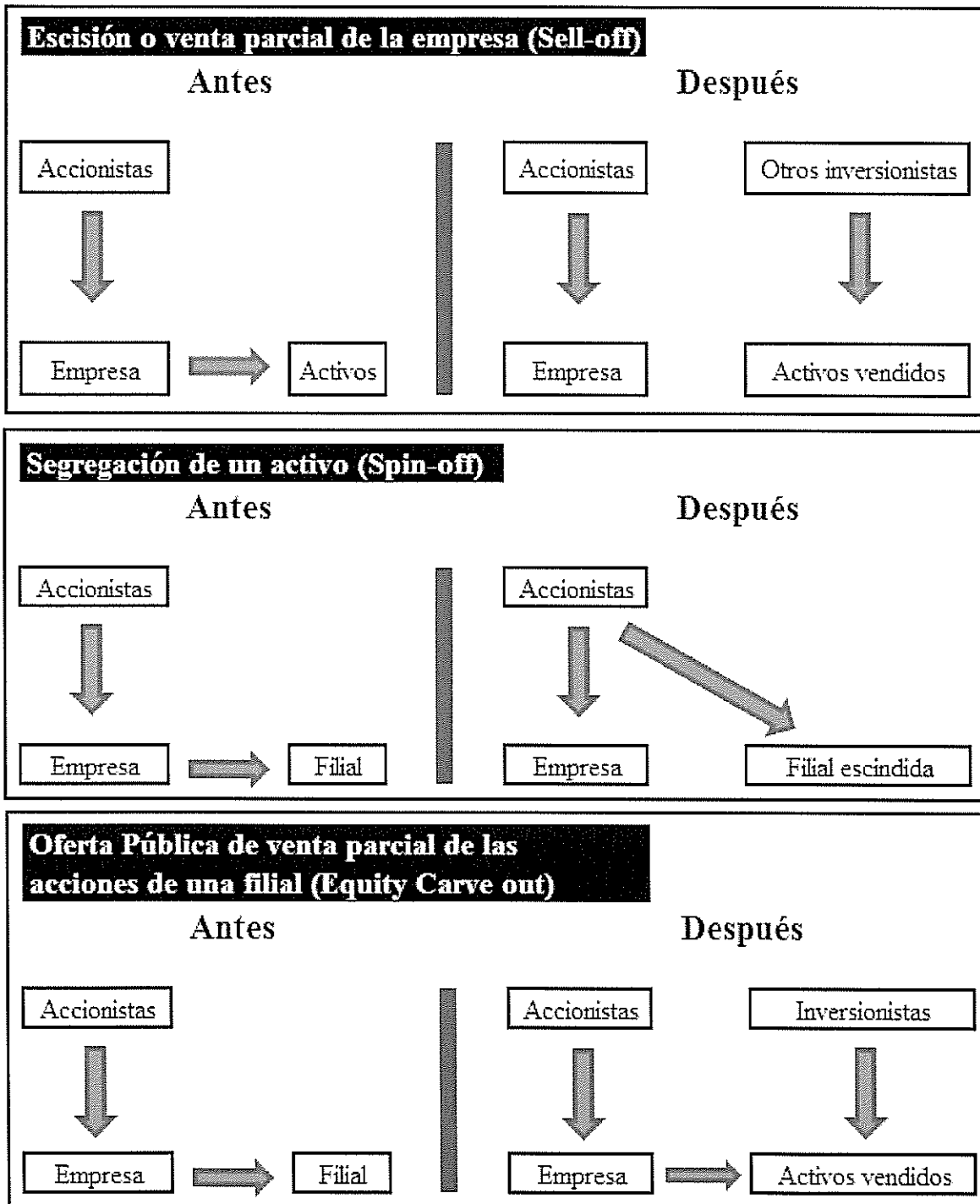
⁴⁹ Véase Decreto Ejecutivo del 31 de diciembre de 1881, publicado en D.O. No. 1, Tomo 12, 1º de enero de 1882. Entró en vigencia en la última fecha.

⁵⁰ Véase D.L. 671 del 8 de mayo de 1970, D.O. No. 140, Tomo 228 de 31 de julio de 1970. Entró en vigencia el 1 de abril de 1971.

⁵¹ Véase D.L. 360 del 14 de junio de 1973, publicado en D.O. No. 120, Tomo 239 de 29 de junio de 1973. Entró en vigencia el 1 de enero de 1974.

ANEXOS

ANEXO No. 1
EJEMPLIFICACIÓN DE ALGUNOS MÉTODOS DE REESTRUCTURACIÓN.



Fuente: "Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas". páginas 271-277. Juan Mascareñas Pérez-Íñigo. Editorial del Economista. Quinta edición. España 2011.

ANEXO No. 2

Altman Z-Score: El detector de quiebras

23 de Febrero de 2007 <http://www.rankia.com/blog/toros-osos-v-borricos/434560-altman-z-score-detector-quiebras>

El Altman Z-Score es un sencillo método de análisis de la fortaleza financiera de una empresa. Lo que nos dice este método son las probabilidades de quiebra establecida por una combinación de ratios financieros. El modelo fue creado en 1960 por Edward Altman, profesor de la Universidad de Nueva York.

El modelo tiene 5 variables:

X1: (Working Capital/Total Assets)

X2: (Retained Earnings/Total Assets)

X3: (EBITDA/Total Assets)

X4: (Market Value of Equity/Total Liabilities)

X5: (Net Sales/Total Assets)

Para calcular el valor del Altman Z-Score, debemos combinar las variables anteriores de la siguiente forma:

$$Z = 1,2 * X1 + 1,4 * X2 + 3,3 * X3 + 0,6 * X4 + 1,0 * X5$$

El modelo se interpreta de la siguiente manera:

Z-SCORE por encima de 3: La empresa no presenta probabilidad de quiebra y se le considera segura.

Z-SCORE entre 2,7 y 2,9: Está en zona de precaución. Debe hacerse un análisis muy pormenorizado antes de entrar en la compañía.

Z-SCORE entre 1,8 y 2,7: Está en zona de alerta. Si las condiciones financieras no cambian rápidamente, es muy probable que la empresa quiebre en los próximos dos años.

Z-SCORE menor que 1,8: La quiebra es inminente. El peligro financiero es máximo.

Este modelo debe ser completado con un análisis del balance. Es el complemento perfecto para los análisis de liquidez y solvencia que debemos realizar para cualquier empresa. Recuerda que el Working Capital (Fondo de Maniobra) es igual al Activo a Corto Plazo (Current Assets) menos el Pasivo a Corto Plazo (Current Liabilities).

EJEMPLO: GENERAL MOTORS (GM)

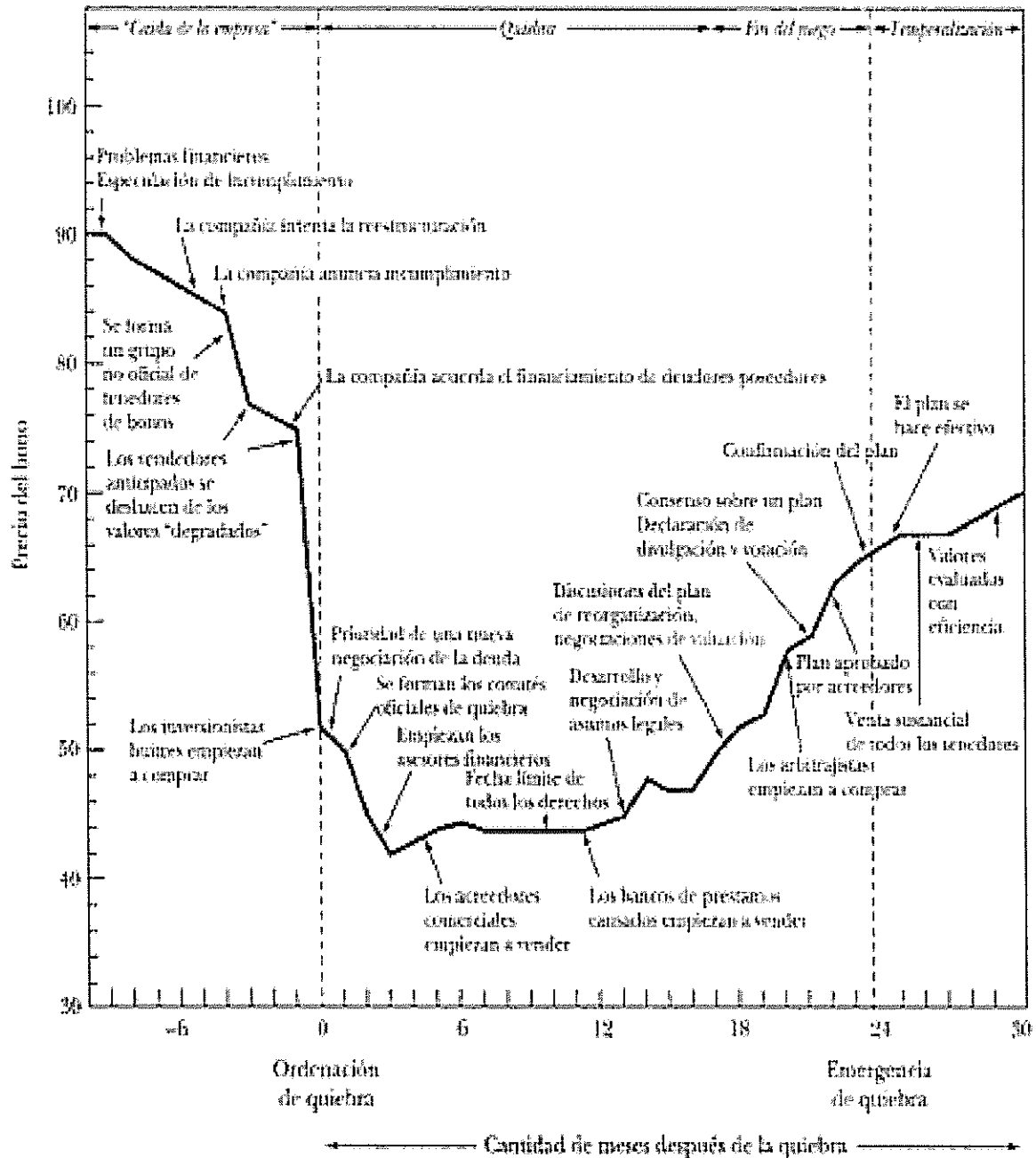
Sobre GM planea la sombra de quiebra desde hace casi tres años. Su deuda se considera bono basura y unos cuantos hedge funds están apostando por su bancarrota con opciones PUT fuera de dinero. Es, por tanto, la candidata ideal para ser analizada con el Método Altman Z-Score. Vamos a utilizar las cuentas anuales de 2005. Cuando se publiquen las de 2006, los que estén interesados en la compañía ya sabrán lo que tienen que hacer.

Necesitamos el Balance y la Cuenta de Resultados.

CURRENT ASSETS	\$110.27	X1	0.159	x	1.2	=	0.191
CURRENT LIABILITIES	\$34.39	X2	0.005	x	1.4	=	0.007
WORKING CAPITAL	\$75.88	X3	-0.002	x	3.3	=	-0.008
TOTAL ASSETS	\$476.07	X4	0.032	x	0.6	=	0.019
TOTAL LIABILITIES	\$460.44	X5	0.405	x	1.0	=	0.405
RETAINED EARNINGS	\$2.36						
EQUITY	\$14.60				Z-SCORE	=	0.614
SALES	\$192.60						
EBITDA	-\$1.18						

Como podemos observar, GM tiene un Z-Score de 0,614. Por algo su deuda se considera bono basura. Aquel que decida comprar acciones de GM deberá analizar con mucho cuidado su situación financiera. La apuesta aquí no es cuánto va a ganar GM el año próximo ni cuánta cuota de mercado va a mantener. El comprador de GM apuesta a que la compañía no va a quebrar. Como cualquier apuesta "todo o nada" si sale bien la jugada los retornos van a ser muy altos pero si sale mal lo que hoy compramos a \$34 podemos venderlo a menos de \$1. En cualquier caso, la compra de acciones de GM no puede catalogarse de inversión. Es una operación especulativa en toda regla.

**ANEXO No. 3
LINEA DE TIEMPO DE UN PROCESO DE QUIEBRA.**



Fuente: Proporcionado por T. Rowe Price Associates, 1998.

ANEXO No. 4
RESULTADOS Y DURACIÓN DE UN PROCESO DE QUIEBRA EN CHAPTER 11

Years correspond to the year of the first SEC annual report identifying the firm as bankrupt. Outcomes are determined by searching the Dow Jones New Retrieval service (now Factiva) and Commerce Clearing House's Capital Changes Reporter. Duration is months spent in Chapter 11. p -values are as follows: acquired vs. liquidated, 0.0561; acquired vs. reorganized, 0.0735; and liquidated vs. reorganized, 0.0004.

Panel A. Initial Chapter 11 Outcomes by Year

Year	Dismissed	Private	Acquired	Liquidate	Reorganize	Unknown	Total
1985	0	1	4	7	13	8	33
1986	0	0	4	3	19	12	38
1987	0	1	2	5	10	4	22
1988	0	0	5	3	15	5	28
1989	1	1	6	13	10	6	37
1990	1	0	2	3	13	2	21
1991	0	3	3	5	25	2	38
1992	0	1	3	4	15	1	24
1993	0	0	2	2	11	3	18
1994	0	2	1	6	10	1	20
Total	2	9	32	51	141	44	279
%	0.7%	3.2%	11.5%	18.3%	50.5%	15.8%	

Panel B. Chapter 11 Duration by Initial Outcome

Months in Court	All	Acquired	Liquidate	Reorganize
Mean	21.95	19.75	18.69	23.34
Median ^a	17.81	16.72	9.20	19.88
Std. Dev.	17.11	15.09	22.11	15.91
Min	0.69	0.69	0.79	1.61
5%	3.45	2.04	2.40	4.76
Max	98.00	65.34	96.00	83.38
95%	56.96	51.81	71.52	55.22
N	203	31	37	135

^aDifferences in medians are based on Wilcoxon normal approximations.

Fuente: "Chapter 11: Duration, Outcome and Post-Reorganization Performance". Diane K. Denis and Kimberly J. Rodgers. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 42. No. 1. March 2007.