

QUE ERRORES NO COMETER EN LA REFINANCIACIÓN DE DEUDA

Antecedentes

En los últimos tiempos, uno de los procesos que se están volviendo más habituales en las Compañías es el de las **renegociaciones financieras**, con entidades financieras y acreedores. Pero no deja de sorprender que pese a su gran difusión se sigan cometiendo de forma sistemática los mismos errores, perjudicando seriamente las opciones de lograr culminarlas con éxito.

De lo más fácil a lo más difícil...

La razón, considerado desde el lado de la demanda de financiación, es que **el contexto ha evolucionado** en poquísimos tiempo desde un largo ciclo de éxitos empresariales asociado con abundancia de rentabilidad y solvencia, facilitando extremadamente el acceso a financiación, acomodando placidamente la gestión de las Compañías, a una situación de fuertes caídas en los volúmenes de actividad, y que a través del componente de gastos fijos de la cuenta de resultados y el deterioro del margen bruto que implican los vanos intentos de no aceptar la nueva situación de ventas, han llevado a "fumarse" la magnitud mágica en materia de financiación llamada EBITDA.

Y el EBITDA se fue

Y con él, los ratios

Esta evaporación del EBITDA implica que sus cocientes sobre deuda bancaria y/o sobre gastos financieros, contemplados con relajo durante la gran ola, pasan a ser silenciosamente arrinconados, para ocuparnos de aspectos más serios.

Nuevo objetivo bancario: ficción de solvencia

Desde el punto de vista de la oferta de financiación, se ha basado en la inundación irracional de su mercancía, el dinero, con unos precios incluso negativos en términos reales, que llevaron a las instituciones financieras a identificar su cuenta de resultados con la maximización de su cuota en la gigantesca fiesta de la tarta de liquidez. Esto se hizo en detrimento de las buenas prácticas que los banqueros habían aprendido y enseñado durante toda su vida. Cuando el sistema percibe los excesos, **el enfoque** deja de ser el de volúmenes y **pasa a ser el de la ficción de solvencia**, lo cuál paradójicamente, significa para las Compañías una muy buena noticia, de las pocas buenas que se pueden oír últimamente.

Pasemos lista a los errores más comunes en la nueva situación, desde el punto de vista de las Compañías.

Primer error:
precipitarse sin
dirección

El primer error, el más grave, común y repetido hasta la saciedad, es el de no saber controlar la ansiedad, y nerviosamente precipitarse sin dirección, empezando a realizar actuaciones sin tener un diagnóstico profundo, riguroso, objetivo y meditado de la situación de la Compañía y de sus opciones reales en el nuevo contexto de su propio mercado.

Normalmente, este error lleva a lo más fácil. Se trata, mientras se pueda, de fingir que se sigue en la inercia de solvencia y disponibilidad del ciclo anterior. Se allana así el camino hacia el pánico de las Entidades Financieras, que pasan a competir por quien es la primera en salir corriendo. Aquí se cae en el error de pagar desordenadamente mientras se pueda, reduciéndoles el problema y hasta permitiendo que los más avisados, "se salgan".

La cuestión es que la mayor parte de los casos, no es posible disponer de los recursos líquidos suficientes como para resituarse a tiempo el exceso de apalancamiento y conducirlo a magnitudes razonables. Lo único que se consigue es ganar unos días de falsa calma a costa del consumo inútil de las escasas opciones que quedan para aspirar a subsistir en el nuevo y largo ciclo de ayuno y abstinencia en el que toca jugar.

Imprescindible,
disponer de un
Plan serio

El diagnóstico de la situación, que debe ser profundo, riguroso y objetivo, tiene que quedar plasmado por escrito en un **Plan de Viabilidad** o **Plan Estratégico**. Requiere también incorporar la estimación más realista, o incluso conservadora, para las principales hipótesis de futuro, modelizando la Compañía en unas Proyecciones Financieras de Cuenta de Resultados, Balance, y Estado de Origen y Aplicación de Fondos, e ir acompañado de un análisis de sensibilidad exhaustivo, del que derive una **petición de reestructuración realista, factible y creíble**.

Ese plan, con enorme grado de detalle, debe contemplar una depuración profunda de los vicios operativos y financieros de la

Compañía, de sus necesidades de capital empleado, de la rentabilidad y sostenibilidad de sus diferentes negocios, de sus estructuras humanas, de sus consumos de recursos, de sus riesgos, de su posicionamiento comercial, de su eficacia industrial, etc. Debe, en definitiva, empezar por reconocer los pecados, y concretar el propósito de enmienda.

Ese documento debe servir no sólo para que la empresa pueda enfocar de una forma útil todas sus actuaciones, sino también, y quizá más importante, para que las Entidades Financieras, que necesitan creer en él, puedan moderar su pánico. Por ello debe ser un ejercicio de rigor profesional y que se fundamente en los escenarios previsibles más adversos. Es decir, este documento no sólo debe servir para recopilar todas las informaciones y asunciones relevantes y de futuro que hace la Compañía para ordenar sus actuaciones en una hoja de ruta coherente y razonada, sino que también debe ser concebido como un instrumento de marketing financiero, que ayude a las Entidades en la gestión de su propio objetivo de apariencia de solvencia. Debe ser redactado teniendo muy presente su propia metodología, interés y visión, susceptible a servir de fundamento en la tramitación interna de las correspondientes autorizaciones, y en defensa ante sus supervisores e inversores.

Aunque sea sólo para cubrir la operación

Eso implica la valoración de las diferentes, posibles, y mejores alternativas, desde la óptica de la parte contraria, para sintetizar aquella que mejor pueda aunar apoyos.

Segundo error: obviar que estamos en presencia de dinámicas de grupo

El segundo error más frecuente es olvidarse de que se está en una situación que aparece claramente descrita en la Teoría de Juegos. El problema a superar, no es sólo la desconfianza de una Entidad acerca del futuro de una Compañía, sino que en el pool bancario normalmente están presentes un número elevado de Entidades que interrelacionan entre sí, creando su propia dinámica de grupo, con todo su abanico de desconfianzas mutuas, ya que el primero que se salga se salva, pero mata a los demás.

Ese Grupo, reaccionará con su propia dinámica al planteamiento de una operación de refinanciación, descontando en seguida la posibilidad de que el proceso no termine adecuadamente, empezando a adoptar el mismo día de su presentación medidas protectoras de su propia

Al Grupo hay que coordinarlo y moverlo

posición, que condicionarán de modo que puede ser irreversible el proceso de renegociación.

Este importantísimo aspecto plural convierte en fundamental para el éxito de la operación el **conocer dichas dinámicas y gestionarlas adecuadamente**, asignando a ello recursos específicos merecedores de la debida credibilidad entre las Entidades, sobre todo cuando la Compañía ha podido ya decepcionar en la confianza otorgada. Se trata de que sean capaces de entender sus preocupaciones no revelables, hablar su lenguaje y armonizar los intereses de todos y cada uno de los implicados. Se trata de manifestar la capacidad para establecer y activar plazos realistas, valorar alternativas que puedan esconder legítimos o menos legítimos intereses individuales, buscando soluciones de equilibrio, hasta conseguir que pese a que realmente ninguna Entidad le apetezca demasiado hacer la operación, finalmente todos se vean compelidos a comparecer el día de la firma en defensa de sus propios y respectivos intereses.

Esto exige una habilidad negociadora de un perfil diferente, colectivo, de consenso, ya que cualquiera de las Entidades tiene la posibilidad de bloquear la operación. Y siempre hay alguna que, o por su escasa participación en el pool bancario, o por percibir que está en una situación diferencial, quizás por garantías, o plazos, o incluso por temas puramente humanos o burocráticos, puede dar al traste con el conjunto de la operación.

Tercer error: no pedir

El tercer error habitual es **no plantear lo verdaderamente necesario**, limitándose a lo inmediato, o lo que se cree que va a ser más fácil de obtener.

La experiencia demuestra que al final es más fácil de explicar y de entender, y por tanto alcanzar, aquello que es lo correcto. A pesar de mitos más o menos extendidos, con un planteamiento viable, equilibrado, correctamente estudiado, explicado y liderado, es factible incluso obtener de la Banca moderados incrementos netos de financiación adicional, e instrumentar operaciones con plazos de carencia importantes que permitan abordar una buena parte del ciclo adverso venidero, así como plazos de devolución también amplios,

coherentes con las necesidades del plan de negocio.

Ello no quiere decir, que no se sea consciente de que lo normal, tanto si la Compañía va bien, como si no, que la operación haya de ser renegociada en el futuro.

Cuarto error:
considerar mal la
carta "concurzal"

Un cuarto error, habitual, está en el tratamiento de las opciones concursales. Es cierto que las estadísticas demuestran que sólo un porcentaje mínimo de las Compañías que entran en estos procesos legales consiguen subsistir y volver a la normalidad, pero en gran medida esto se explica por dos factores.

Por un lado, porque las Compañías retrasan excesivamente el recurso a estas opciones legales, forzando la realización previa de actuaciones claramente contraproducentes. Es el caso de descapitalizaciones mediante acciones de pago, de ventas a pérdidas para la generación transitoria e insuficiente de liquidez, del inframantenimiento de sus activos productivos, la renuncia a negocios rentables, etc. Son actuaciones que se realizan a costa de consumir las escasas opciones de viabilidad disponibles.

Por otro lado, dichas figuras han sido concebidas y son útiles para reestructurar situaciones financieras, lo que en el mejor de los casos proporciona tiempo para acometer reestructuraciones de rentabilidad del negocio subyacente, pero no resuelven en si mismo dichos problemas de cuenta de resultados, que terminan imponiéndose.

Por ello, más allá de consideraciones globales, las Compañías deben pensar, y cuanto antes, en términos útiles de viabilidad de largo plazo y valorar qué es menos dañino para la misma, si los costes de un proceso concursal, -que por otro lado también son evidentes sobre el fondo de comercio, clientes, empleados cualificados, imagen, etc, pero que son muchas veces sobreestimados-, o actuaciones de destrucción de valor específicas y desmesuradas para evitarlas.

En este sentido es de reseñar la figura introducida en nuestro país por el RDL 3/2009 de 27 de marzo que dota de protección a las negociaciones pre-concursales. Sin duda, un profundo conocimiento de la situación real de la Compañía y de sus opciones realistas, ayudará en la toma de

la decisión sobre si forzar en este aspecto con los riesgos que implica, o alternativamente realizar un proceso de negociación menos agresivo.

Quinto error:
no contar con el
debido apoyo

Un quinto error, y no por ello menos frecuente y grave, es el de conscientemente reducir las opciones de éxito de los procesos de reestructuración, dando prioridad a temas de “ahorro en agua en mitad de un incendio” respecto a la prioridad del buen fin de la operación.

Hay muchas Compañías que fían estos trabajos a recursos internos, que carecen del tiempo, dedicación, orientación profesional, sensibilidad de mercado, visión global, capacidad de generar ilusión de viabilidad, y a veces objetividad e incluso credibilidad necesaria para acometer el proceso con suficientes garantías de éxito.

Hay otras Compañías que prefieren asignar el liderazgo de la operación a una o varias entidades de las que componen el pool, normalmente a aquellas que cuentan con una mayor cuota, acometiéndolo mediante sindicación. Esta opción, que en algunos casos puede resultar la idónea, presenta el problema de que previsiblemente la operación resultante se decantará en mayor medida a favor del interés de las Entidades, perjudicando la posición negociadora de la Compañía, tanto en precios y condiciones, -lo que no sería excesivamente grave-, pero también en importes, plazos y garantías, aspectos claves que sí tendrán un impacto directo en el éxito del Plan de Viabilidad respecto a cuando este se gestiona por quien tiene por horizonte el **interés propio de la Compañía**.

Y el tiempo se
acaba...

El Sexto y último error es no caer en la cuenta que las situaciones contranatura tienen una duración muy limitada, y que por tanto a la **fiesta de las refinanciaciones** para esconder morosidad le queda poca vida. Tan pronto como la reactivación sea un hecho a nivel europeo, las posibilidades de que las autoridades europeas sigan permitiendo estos malabarismos contables se va a reducir drásticamente. Ya el BCE ha anunciado que a partir de marzo va a empezar a retirar medidas de apoyo al sistema y ha mencionado expresamente la reevaluación de los activos en garantía admitidos para el otorgamiento de sus líneas de liquidez. Igualmente, ha anunciado el fin de las subastas a doce meses.

Por tanto el panorama de las refinanciaciones cambiará y se hará más exigente, por lo que las empresas deberían aprovechar cuanto antes para plantear y cerrar sus necesidades de refinanciación.

Financial Development Consulting

 IGF

Carlos Pérez Font
Socio
carlos.perez@chicagogsb.edu
Financial Development Consulting SA
Tel 913 078 101

José Manuel Pazos
Socio Director
josemanuelpazos@omegaigf.com
Internacional de Gestión Financiera
Tel. 915 760 706

Madrid, 12 de Enero de 2010.