

*El Confidencial* 04/06/2023

Por **Óscar Giménez**

**30 REESTRUCTURACIONES DE DEUDA QUE DEFINIRÁN EL FUTURO DE LAS QUIEBRAS EN ESPAÑA**  
Hay una primera oleada de operaciones que está abriendo el nuevo marco concursal, definiendo jurisprudencia y cómo serán en el futuro



Celsa, una de las empresas inmersa en reestructuración. (Reuters/Albert Gea) Celsa, una de las empresas inmersa en reestructuración. (Reuters/Albert Gea).

El volumen de reestructuraciones empieza a crecer, aunque los expertos esperan que la ola llegue el año que viene. Sin embargo, son las operaciones que está habiendo ahora, y que ya son más de 30, según las fuentes consultadas, las que están marcando jurisprudencia y la pauta de cómo serán en el futuro los procesos para reestructurar deuda y asegurar la viabilidad de empresas con problemas financieros.

Hay casos sonados que están en plena reestructuración, como Celsa, Naviera Armas, Single Home, Telepizza, Pronovias, Xeldist o Ezentis. Pero hay unas cuantas operaciones más. Fuentes jurídicas y financieras apuntan a que se han sobrepasado las 30 operaciones, aunque muchas no son conocidas, porque se realizan extramuros del juzgado, "donde llegan solo para que se solicite la homologación", recuerda Diego Comendador, presidente de ASPAC. Algunas de ellas, consensuadas y sin mucho ruido, como la empresa almeriense

de hidrocarburos Interfronteras Área de Servicios, la primera en la que se extendieron plazos de créditos con aval público del Instituto de Crédito Oficial (ICO). "Ya estamos viendo un volumen importante de operaciones de reestructuración, aunque es cierto que gran parte de ellas se corresponde con situaciones que vienen del pasado", señala Pedro de Rojas, socio de Latham & Watkins.

Entre las sonadas, en algunas hay batalla, como en Celsa, entre la familia Rubiralta y los fondos, con Deutsche Bank a la cabeza; y en otras ha habido cierto acuerdo, como en Ezentis, aunque con una quita importante que ha afectado al ICO. Ha sido la primera gran pérdida para el banco público, pero vendrán más. De hecho, muchas reestructuraciones se desbloquearon cuando el ICO comunicó a la banca que tendrá una postura flexible para aceptar quitas. En Naviera Armas ya se ha nombrado a un experto en reestructuraciones, Abencys, para formalizar la petición de homologación de un plan de reestructuración que prevé una quita del 100% a la banca, incluyendo al ICO.

En este caso se esperan impugnaciones desde los bancos, como también ha habido en Single Home, donde Sareb y los fondos han cuestionado el plan presentado por la propia empresa y apoyado por acreedores ligados a la misma. En la promotora inmobiliaria de lujo se ha dado por primera vez la circunstancia de que hubiera dos planes presentados. El juez que llevó el caso se guio por orden de llegada para seleccionar el que analizó primero validar, pero no está claro que vaya a ser siempre así. Para muchos hay una laguna legal que está por definir.

Es una de las cuestiones en las que hay dudas. Pero no es la única. Tampoco está claro si los procesos se pueden ver amenazados por las impugnaciones. La primera reestructuración homologada bajo el nuevo marco concursal llegó con la gallega Xeldist, pero tres acreedores impugnaron y se quedaron fuera de la reestructuración, dejando a la empresa al borde del concurso. En teoría, tienen que pasar 12 meses desde la presentación de un plan hasta que se pueda aprobar otro, pero también hay dudas sobre si sería posible de forma consensuada llevar a cabo algún tipo de reestructuración o solución intermedia que evite la quiebra de una empresa.

"Los autos y sentencias emitidos por los juzgados de lo Mercantil y las audiencias tras las primeras operaciones nos van a permitir tener más claro cuáles son los criterios jurisprudenciales a la hora de estimar o no posibles impugnaciones de acreedores disidentes. Ello motivará, probablemente, que aquellos disidentes que ahora se plantean impugnar prácticamente cualquier operación que no cuente con su consentimiento expreso, se abstengan de hacerlo y, con ello, faciliten la implementación del plan", aseveran Ignacio Buil y Patricia Álvarez, socios de Cuatrecasas.

Xeldist es un ejemplo de cómo las primeras reestructuraciones marcan la pauta para las siguientes. "Está habiendo tensión en los bancos por los casos Xeldist y Single Home.

Derivados del caso Xeldist, hay exigencia de un tratamiento paritario en los planes de reestructuraciones dentro de cada clase de acreedores para evitar impugnaciones de acreedores disidentes", arguye Manuel Mingot, socio de Squire Patton Boggs.

### **Cada reestructuración está siendo analizada por los abogados y banqueros que participan y por competidores que no están**

Cada reestructuración está siendo analizada por los abogados y banqueros que participan y por competidores que no están, ante la expectativa de que haya más operaciones en el futuro bajo la pauta de la jurisprudencia y el modus operandi de las que se están negociando o ejecutando en 2023. Además, hay que tener en cuenta que muchos despachos y bancos se han reforzado en los últimos dos años, aunque solo un puñado está siendo activo en las reestructuraciones en marcha.

El consenso es que las reestructuraciones aumenten el año que viene. "Entendemos que el aumento en las reestructuraciones será a partir de 2024 por varios motivos, incluyendo la finalización de la moratoria relativa a la disolución por capital negativo (negative equity), así como la conveniencia de anticipar las reestructuraciones a la situación de insolvencia que surge de la nueva ley Concursal", explican Miguel Lamo de Espinosa y Rodrigo López, socios de Gómez Acebo & Pombo.

Esto se suma a "una situación inflacionaria y de subida de tipos que va a hacer recomendable el ajuste de las estructuras de capital. Además, las resoluciones judiciales que se van dictando en sede de homologación de Planes de Reestructuración no consensuales (presentados tanto por deudora como por acreedores), van abonando el terreno para diseñar estrategias por ambos lados (socios y acreedores) que pueden abrir escenarios interesantes y anticipar reestructuraciones que no son imprescindibles en el corto plazo", añaden los socios de Gómez Acebo & Pombo. En la misma línea, Miguel Ángel Díez, managing director en FTI Consulting, recuerda que "hay sectores que ya están impactados, y otros sobre los que se ha generado una burbuja poscovid en los que llegará el ajuste".

Este punto es clave. Además de que la evolución económica y el fin de las carencias y moratorias pueden aflorar problemas financieros en las empresas, tanto estas como sus acreedores pueden tener incentivo a acometer reestructuraciones tempranas que disminuyan el daño financiero y, en el caso de los dueños, la pérdida de capital.

Pero queda camino por recorrer, opina Diego Gutiérrez, socio de RSGM Abogados. "El principal problema que afrontan las reestructuraciones en España es el importante déficit de cultura pre concursal en nuestro tejido empresarial. La reestructuración es un mecanismo, poco y mal conocido". "Será preciso que se entienda como un mecanismo preventivo y anticipatorio de una situación de conflicto, lo que vendrá unido del dictado de resoluciones judiciales que vayan marcando el camino de su aplicación. Probablemente hasta el 2024 no

se percibirá un aumento en su uso", matiza Ignacio Fernández, socio de CMS Albiñana & Suárez de Lezo.

En la misma línea, Santiago Hurtado, socio de Dentons, cree que hay "una primera fase de cierto desconocimiento de la norma", pero sí observa "un incremento de actividad". Eso sí, recuerda que se están produciendo "en situación de insolvencia actual", en vez de con "una vocación preventiva", que es el espíritu que persigue la ley, que transpuso la directiva europea 2019/1023 para acercar el modelo concursal y de reestructuraciones al anglosajón, y dar más poder de negociación a los acreedores, así como evitar que se enroquen los administradores con la amenaza del concurso.

Ignacio Buil y Patricia Álvarez, de Cuatrecasas, consideran también que "las operaciones de reestructuración deberían normalizarse y no entenderse como operaciones traumáticas, sino como facilitadoras de una segunda oportunidad". Además, es una vía para que haya un nuevo tipo de M&A, con fondos comprando deuda de cara a tener participación en el capital. "Los procesos de reestructuración son favorecidos por los actores del mercado como procedimientos óptimos para comprar empresas a través de los conocidos debt-for-equity swaps, ya sea de forma consensual o no consensual", añaden.

Aunque un abuso del M&A vía deuda podría llevar a "efectos no deseables", afirma Ignacio Fernández, de CMS: "La finalidad y propósito de la ley es que la intervención judicial sea la menor posible y se focaliza en su homologación. Si se generaliza el conflicto en su aplicación, o se usa como un mecanismo para la toma de control de compañías (algo que no sería deseable), es previsible que su uso se vea seriamente afectado. El uso del mecanismo de la reestructuración hostil, bajo la premisa de facilitar el mantenimiento de la actividad y proponer una alternativa más beneficiosa para todas las partes afectadas, es una alternativa que no será desconocida. El problema es que se convierta en un mecanismo de toma de control de compañías en sustitución de sus socios".

### **Reestructuraciones con consenso**

En las primeras reestructuraciones está habiendo operaciones con consenso general, otras en las que solo algunas clases están de acuerdo, dejando a otras fuera, y otras en las que hay batalla total entre el capital y los acreedores, como el caso Celsa con los Rubiralta. De cara al futuro, hay opiniones encontradas sobre si se tenderá al consenso. "El estreno de la nueva regulación de los planes de reestructuración está ofreciendo ejemplos muy interesantes sobre distintos planteamientos. Alguno, curiosamente, ha terminado de forma precipitada en concurso de acreedores por no haber resistido a las primeras impugnaciones. Con carácter general, creo que todos deberíamos aspirar a planes consensuales, en los que todas las clases afectadas, deudora y socios, alcancen los mayores consensos posibles", comenta Pedro de Rojas, de Latham & Watkins. Si no es posible el consenso, "los planes deben estar diseñados de forma muy escrupulosa, con total respeto a las distintas reglas y formalidades exigibles: una definición razonable y objetiva del perímetro afectado, una

correcta formación de clases, y unos efectos y sacrificios impuestos conforme a la prioridad aplicable. Aun así cabe esperar una gran litigiosidad, sobre todo al principio", añade.

"Uno de los principales atractivos del nuevo proceso de reestructuración es la posibilidad de arrastre de acreedores no adheridos voluntariamente al Plan de Reestructuración y eso reduce notablemente el escenario de los planes consensuales", apunta Diego Gutiérrez, de RSGM. En este escenario, continúa, "la litigiosidad está abierta, pero sobre todo en lo concerniente a la conformación de clases, que es el proceso donde el deudor puede tener la tentación de modular a su conveniencia las clases, de tal forma que ello facilite la obtención de los requisitos para el arrastre".

La mayoría de situaciones, ahora, "están siendo no consensuales", dice Santiago Hurtado, de Dentons. Pero "una vez pasada la primera fase, que puede durar varios meses o años, la tendencia será a planes cada vez más consensuales y menos conflictivos", pronostica. "A largo plazo, creemos que se tendrá que volver a entornos más consensuales de manera necesaria. Quien tiene el botón nuclear para imponer planes de reestructuración, verá que es más eficiente para sus intereses alcanzar un consenso y huir de la impugnación. Quizás no lleguemos a soluciones menos eficientes en cuanto a valor, pero sí a que la solución consensual sea la más eficiente por su inmediata implementación", apostilla Miguel Ángel Díez, de FTI Consulting.

Sin embargo, el experto advierte de que actualmente la ley garantiza "un sistema de protección a los stakeholders que está siendo utilizado en los contextos no consensuales, lo cual conlleva que la implementación de los Planes de Reestructuración sean poco eficientes por existir un bloqueo en la práctica. La norma hace que casi se vuelva a la casilla de salida cuando la impugnación se tenga que resolver en una instancia superior y, al llegar a las audiencias provinciales, por más de un juez".

En cualquier caso, lo ideal, argumenta Diego Comendador, presidente de la asociación de administradores concursales ASPAC, es que "fuesen consensuales para evitar impugnaciones". Sin embargo, avisa de que "eso dependerá del estado de la situación en la que se encuentre el deudor. Ante un mayor grado de insolvencia, el esfuerzo pedido a los acreedores será mayor, lo que repercute directamente en que estos acepten o no el plan presentado".