

UNA METODOLOGÍA DE REESTRUCTURACIÓN DE PASIVOS FINANCIEROS

**Trabajo presentado como requisito parcial para obtener el título de magíster en
Administración Financiera**

Sara Álvarez Orozco¹

Anderson Grisales Pino²

Asesor: Raúl Enrique Aristizábal Velásquez, M. F.

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

2015

¹ salvarezorozco@gmail.com

² andersongp17@hotmail.com

UNA METODOLOGÍA DE REESTRUCTURACIÓN DE PASIVOS FINANCIEROS

Resumen

La reestructuración financiera se entiende como un proceso de cambio que se establece entre acreedores y deudores con el fin de obtener un perfil financiero acorde con las condiciones de la empresa objeto de reestructuración (Chiriboga, 2003). Una reestructuración se plantea con el objeto de corregir problemas, tanto internos a la empresa como para prepararse frente a riesgos que presenta el entorno, con el fin de impactar de manera favorable el valor de la empresa y su capacidad de cumplir los compromisos adquiridos. Dada la importancia que puede tener una reestructuración en el momento necesario para el bienestar económico y el valor de una empresa, el presente trabajo tiene como objetivo diseñar una metodología para la reestructuración de pasivos financieros, a partir de un nuevo perfilamiento de la deuda en empresas privadas del sector real que presentan dificultades para el pago de sus obligaciones antes de ingresar en causal de disolución o estar regidas por la ley 1116 de 2006. Para este fin, se utilizará el método de recomposición de deuda, con el cual se busca identificar aquellas obligaciones que tiene en la actualidad la empresa y que pueden ser sujeto de modificación de las condiciones inicialmente pactadas, de modo tal que se faciliten las negociaciones con entidades financieras con el objeto de ajustar la capacidad real que tiene la compañía para cubrir sus obligaciones. Se espera que la metodología sugerida sea herramienta de consulta para clientes y entidades financieras.

Palabras clave

Reestructuración financiera, pasivos, deuda, riesgos, alertas del entorno económico, acuerdos de reestructuración, *covenants*.

Abstract

The financial restructuring is understood as a process of change that is established between creditors and debtors in order to obtain a financial profile consistent with the terms of the restructured company (Chiriboga, 2003). A restructuring is proposed in order to correct problems, both internal to the company and to prepare for risks associated with the environment, to favorably impact the value of the company and its ability to meet commitments. Given the potential importance of restructuring the need for economic welfare and value of a company time, this paper aims to design a methodology for the restructuring of financial liabilities from a new profiling of debt in companies private real sector who have difficulty paying their obligations before entering grounds for dissolution or be governed by the law 1116 2006. To this end, the method of restructuring of debt, which seeks to identify those obligations that currently has the company and may be subject to modification of the terms initially agreed, so that the negotiations are provided with will be used financial institutions in order to adjust the actual ability of the company to meet its obligations. It is expected that the methodology proposed is a reference tool for customers and financial institutions.

Key words

Financial restructuring, liabilities, debt, risks, alerts the economic environment, restructuring agreements, covenants.

1 Introducción

1.1 Situación de estudio y pregunta

En un contexto económico, para Pérez Ramírez (2008, p. 25),

El cambio de ciclo en el mundo de los negocios suele manifestarse mediante retrasos u otras dificultades de los deudores para hacer frente a sus compromisos de pago en las fechas comprometidas. Cuando la dificultad no es estructural, acreedores y deudores suelen tratar de alcanzar acuerdos tendientes a incrementar la probabilidad de cumplimiento por parte de estos últimos.

Por lo general, este tipo acuerdos se denominan reestructuración de deudas.

Las razones básicas para que las empresas decidan reestructurar sus pasivos ante el sistema financiero son: bajo nivel operativo, siniestralidad o causa de fuerza mayor o elevado costo financiero, lo que impide atender las condiciones inicialmente pactadas (Levy, 2004).

Según la Superintendencia Financiera de Colombia (2001, p. 1), “se entenderá como crédito o contrato reestructurado, aquél en el que ha celebrado un negocio jurídico de cualquier clase que tenga como objeto o efecto, modificar cualquiera de las condiciones originalmente pactadas en beneficio del deudor”.

Para la misma fuente, al cierre del mes de agosto del año 2014, en Colombia las entidades de crédito tenían un saldo de cartera superior a \$133 billones, de los cuales más de \$7 billones se consideran como cartera vencida con una mora superior a los 30 días, lo que supone un índice del 5,4%. Lo anterior, aunque puede considerarse un indicador sano, muestra un alto potencial de negocios de reestructuración para compañías y personas con problemas para cumplir el pago a tiempo de sus obligaciones.

Las herramientas más usadas por las entidades de crédito al momento de negociar con los clientes una reestructuración financiera son: ampliación de plazos, diferimiento de intereses y plazos de gracia para el pago del capital (Levy, 2004).

Según Boronat Ombuena (2011, p. 15),

En este proceso el precio ocupa un segundo lugar, siendo conscientes de que las entidades financieras elevarán sus condiciones derivadas de una prima de riesgo adicional motivada por la necesidad de la misma refinanciación que supone un escenario de mayor inseguridad que el que sirvió de referencia para la formalización de las operaciones originales. No obstante, recordemos que el precio debe suponer que es asumible dentro de una posición de apalancamiento financiero positivo para la compañía.

Y, para Beleña Contreras (2009, p. 265),

La reestructuración de deuda descansa en dos pilares básicos:

- 1) El plan propuesto ha de ser en cuanto a previsión de generación de flujos de caja y estructura de financiación objetivo, creíble y realista.
- 2) La reestructuración de deuda tiene que estar orientada a conseguir una estructura asumible por las partes involucradas, en el período más corto posible y que dé certidumbre sobre la cobertura de las necesidades de financiación en el medio/largo plazo.

El proceso va a exigir una aceptación por parte de los acreedores crediticios muy cercana a la unanimidad. La coordinación entre los diferentes acreedores para consensuar una estructura común va a ser fundamental. Habrá que tener en cuenta los diferentes grupos de acreedores financieros con diferentes intereses.

En búsqueda de dicha unanimidad en los acreedores, cuando se lidera un proceso de reestructuración por medio de una banca de inversión, estas buscan acudir a la figura del crédito sindicado, que ha de entenderse como aquel en el cual “dos o más bancos acuerdan otorgar varios créditos al deudor basado en unas condiciones comunes e instrumentalizadas en un único acuerdo contractual que vincula a todas las partes interesadas” (Arias Barrera, 2012, p. 322). Sin embargo, no todas las empresas tienen la posibilidad de estructurar sus acuerdos por medio de especialistas, como estas bancas de inversión, ya sea por su tamaño o por los costos que dicha consultoría representa; se hace necesario en este sentido que las empresas con menor acceso a dichos servicios, por desconocimiento o escasez de recursos, cuenten con una herramienta que les permita conocer la terminología que enmarca un proceso de reestructuración de pasivos y una manera en la que puede ser viable presentar la información acorde con el enfoque que le darán las gerencias de crédito de las entidades bancarias a las que presentan sus solicitudes.

Además, en el trabajo de campo y la experiencia con la que se cuenta en análisis de crédito, tampoco se dispone de instructivos que faciliten la identificación y el estudio de la viabilidad en las operaciones de reestructuración de deuda, por lo cual el documento desarrollado también sirve de consulta a los analistas de las entidades financieras cuando se enfrenten a una solicitud de reperfilamiento de deuda.

1.2 Objetivos

El presente trabajo tiene como objetivo definir una metodología para la reestructuración de pasivos financieros, a partir de un nuevo perfilamiento de la deuda en empresas privadas del sector real que presentan dificultades para el pago de sus obligaciones, antes de ingresar en causal de disolución o estar regidas por la ley 1116 de 2006. Para este fin, se utilizará el método de reperfilación de deuda. En este caso, lo que se busca es, a partir de proyecciones financieras, identificar cuáles de las obligaciones que tiene en la actualidad la empresa son sujeto de modificación respecto a las condiciones inicialmente pactadas y, a partir de lo anterior, proponer perfiles de deuda que permitan ajustar la capacidad real que tiene la

compañía de cubrir sus obligaciones, todo ello como elemento de negociación entre las partes implicadas.

1.3 Justificación y conclusión general del trabajo

La reestructuración hace referencia al proceso de cambio que se establece entre los diferentes grupos de interés de una empresa, con el objetivo de corregir problemas estructurales al interior de la misma, incrementar su valor o prepararse frente a retos que impone el entorno económico (Obando Montenegro, 2007). En el conjunto de reestructuraciones posibles para una empresa tiene especial importancia la denominada financiera, que se entiende como aquel convenio establecido entre acreedor y deudor con el objeto de obtener beneficio mutuo para ambas partes, de acuerdo con el perfil financiero que requieren las condiciones de la empresa por reestructurar. Es así como una reestructuración financiera se establece como una estrategia de respuesta cuando se tienen dudas respecto a la capacidad que tiene la empresa para cumplir compromisos con acreedores; estas dudas tienen origen en la presencia o visualización de diferentes problemas que se pueden enmarcar en dos grupos: el primero corresponde a problemas inherentes a la propia empresa en sus procesos operativos, de gestión, financieros, de soporte, entre otros, y el segundo a problemas generados por amenazas en el sector en el que ella se desenvuelve (Obando Montenegro, 2007).

Para el primer grupo, y desde el punto de vista de los procesos operativos, se observa que las ineficiencias en la estructuración de los procesos pueden llevar a desperdicios que afectan el flujo de caja de la empresa y su capacidad para responder a los compromisos adquiridos. Esto significa que una inadecuada estructuración de procesos operativos representa bajos niveles de actividad en la empresa, problemas y desperdicios en la operación, impacto negativo al flujo de caja y, por tanto, necesidades de reestructurar las relaciones financieras establecidas entre acreedores y deudores (Levy, 2004).

Desde el punto de vista de los proceso de gestión, y de modo muy similar al caso de los operativos, la reestructuración se hace necesaria en el momento en que las ineficiencias en los mismos impacten el flujo de caja y, con él, la capacidad de asumir los compromisos adquiridos en las condiciones pactadas. De manera adicional, se hace necesaria cuando las dificultades de gestión generen la necesidad de establecer estructuras alternativas de financiación. Por último, los procesos financieros y de soporte, además de recoger las causantes de reestructuración mencionadas para los otros procesos, tienen la particularidad que, desde su misma evolución y los ajustes a los cambios de los mercados y a las nuevas tendencias administrativas, exigen una constante revisión de las estructuras existentes y, por tanto, generan señales que pueden llevar a la revisión de los procesos y a plantear la necesidad de una reestructuración (Levy, 2004).

Tal y como se mencionó antes, existe un segundo grupo de retos asociados con el entorno que motivan el análisis e implementación de una reestructuración financiera. En este grupo se encuentran todos aquellos eventos de origen económico, cambiario y financiero que, como consecuencia de las variaciones propias de los ciclos económicos en la que se desenvuelven las empresas, generan retrasos y dificultades para hacer frente a los compromisos de deuda en las fechas definidas, debido a la dependencia que el flujo de caja de una empresa tiene del comportamiento de los ciclos, de tal modo que en etapas de recesión es difícil sustentar operaciones al ritmo requerido para cubrir obligaciones con deudores, accionistas y, en forma adicional, obtener beneficios. En dichos momentos se hace necesario ajustar y reestructurar los acuerdos establecidos entre las partes (Pérez Ramírez, 2008).

Existen varios eventos que dependen del sector económico en el que se desenvuelven las empresas y que motivan reestructuraciones financieras. Por ejemplo, en el caso de sectores con alto componente exportador, la tasa de cambio es determinante para la actividad económica y, por tanto, para el flujo de caja, por lo que variaciones cíclicas desfavorables pueden afectar de manera significativa la capacidad para responder a las obligaciones adquiridas en los montos y plazos definidos, lo cual exige analizar la posibilidad de una reestructuración. En sectores comerciales y financieros, la alta dependencia de variables de mercado (como la tasa de interés) puede llevar a que cambios desfavorables en su comportamiento impacten de modo negativo la capacidad de responder a los compromisos adquiridos. Lo mismo ocurre en empresas de los sectores primario, secundario, o terciario, en las que cambios en los ciclos de actividad industrial pueden llevar a reestructuraciones que aseguren la sostenibilidad económica de las entidades.

De acuerdo con lo anterior, la reestructuración financiera se convierte en un tema de análisis fundamental, dada la importancia que tiene para aquellas empresas que, por dificultades internas o por riesgos asociados con el entorno, necesitan modificar la forma en que están estructuradas las relaciones entre deudores y acreedores.

Por su parte, como lo menciona de manera textual la página web de la Maestría en Administración Financiera de la Universidad EAFIT (s.f.), la premisa del programa es “formar profesionales capaces de desarrollar soluciones estratégicas que requieran de teoría, aplicación, análisis e interpretación de conceptos socioeconómicos”.

Con el presente ejercicio investigativo los autores consideran cumplir a cabalidad dicha premisa, mediante la realización de un trabajo con enfoque práctico como solución a una problemática real, que puede servir de herramienta de consulta para quienes estén interesados en profundizar sobre la temática elegida.

1.4 Contenido del informe

Para el desarrollo del trabajo, el documento se encuentra dividido en tres partes. La primera incluye la introducción al concepto de reestructuración, describe la forma como se abordó la situación en estudio, se presenta el contexto de lo que varios autores definen como reestructuración de pasivos financieros y los aspectos clave que para ellos deben tenerse en cuenta a la hora de enfrentarse a dicho proceso, explica las razones que la hacen necesaria y por qué es importante analizar e implementarla. La segunda detalla las referencias conceptuales, con el proceso, la normatividad, y la terminología que enmarcan una reestructuración de pasivos financieros, y presenta como resultado esperado, la metodología práctica propuesta para utilizar ante el análisis de la viabilidad de recomponer las condiciones del pasivo financiero de una compañía para mejorar la capacidad de pago futura del mismo, como aporte al documento basado en el trabajo de campo realizado durante la experiencia profesional. Por último, se exponen las conclusiones frente al trabajo investigativo realizado y se presentan las referencias utilizadas.

2 Desarrollo

2.1 Marco conceptual

La reestructuración se entiende como un proceso de cambio que se define entre diferentes grupos de interés de una empresa, con el objeto de incrementar el valor total de la misma (Obando Montenegro, 2007). Un tipo especial de reestructuración es aquella que se enfoca en los procesos financieros, y se define, en esencia, como un convenio establecido entre acreedor y deudor que busca el beneficio mutuo para ambas partes, de acuerdo con el perfil financiero que requiere la empresa objeto de la reestructuración. De conformidad con lo anterior, la reestructuración financiera se hace necesaria para afrontar retos como mayor presión por mejorar márgenes de rentabilidad, desequilibrios en el capital de trabajo, exceso de apalancamiento operativo, dificultades para el acceso a fuentes de financiación y competencia, entre otros (Chiriboga, 2003).

De modo adicional a lo anterior, la reestructuración financiera se convierte también en una opción atractiva cuando se tienen dudas respecto a la capacidad que tiene la empresa para cumplir compromisos con acreedores como entidades financieras, entidades comerciales e instituciones públicas, entre otros. Esta falta de capacidad puede derivarse tanto de problemas inherentes a la propia empresa en procesos operativos, de gestión, financieros y de soporte, entre otros, como por amenazas en el sector en que se desenvuelve o por cambios en la actividad económica (Obando Montenegro, 2007).

A continuación se presentan los procedimientos, conceptos y definiciones propias de una reestructuración financiera.

2.1.1 Proceso de reestructuración financiera

En los inicios debe realizarse un diagnóstico profundo de la situación actual de la empresa y de su evolución reciente en aspectos como balance, estado de resultados y caja. El mismo es fundamental para el proceso, dado que permite determinar las fuentes de generación y destrucción de efectivo de la empresa, lo que es fundamental para establecer la estrategia más adecuada desde el punto de vista de la reestructuración (Vega Gangotena y Mera Moreira, 2013).

En segundo lugar debe realizarse el plan de negocio mediante el cual, a partir de proyecciones financieras de corto y mediano plazo, se presente la evolución esperada de la empresa. Debe incluir todas las estrategias de crecimiento que tiene la organización, mercados a los cuales apunta y proyectos de reducción de costos, pero, en lo primordial, debe presentar un presupuesto detallado de tesorería en el que se analice en detalle el flujo de caja esperado para la entidad. Esto se realiza con el objeto de evaluar la capacidad que se tiene para atender los compromisos con los acreedores y, a partir de ahí, tener una base para establecer la estrategia de reestructuración que genere mayor valor (Vega Gangotena y Mera Moreira, 2013).

En tercer lugar, y con base en el análisis realizado en el plan de negocio, es necesario estructurar la operación de acuerdo con la opción que resulte más conveniente. Existen diferentes opciones, como ampliar el plazo de la deuda, establecer quitas (remisiones o liberaciones que de la deuda o parte de ella hace el acreedor al deudor, de conformidad con la Real Academia Española, 2014), obtener carencia de principal e intereses, entre otros (Vera Gangotena y Mera Moreira, 2013).

En cuarto lugar debe procederse a la búsqueda de la financiación, de acuerdo con la estrategia definida. Sin embargo, antes de iniciar los contactos con las posibles fuentes, se debe realizar un ejercicio de análisis acerca de las contrapartidas que la empresa objeto de reestructuración puede ofrecer a sus acreedores. Las más utilizadas son la ampliación de capital por parte de los socios, la pignoración de activos o ampliación de garantías, los compromisos de reducción de costos o la venta de activos, entre otros (Shuguli Gualoto, 2012).

Por último, debe presentarse la propuesta de refinanciación a los agentes que durante la estructuración de la oferta se definieron como parte del proceso. En esta fase se presenta un memorando a los agentes interesados en el que se informa acerca de las actuaciones requeridas para asegurar la viabilidad de la empresa y el cumplimiento de sus obligaciones. Además, en esta etapa se presenta la formalización de la negociación (Shuguli Gualoto, 2012).

Es importante tener en cuenta que el proceso de reestructuración es cíclico y en alguna de las etapas debe retornarse a etapas anteriores para cambiar algún aspecto del proceso. Además, después de la etapa de negociación es importante realizar varias estructuraciones adicionales de forma que se tengan diversas opciones que faciliten la optimización de la reestructuración.

2.1.2 Normatividad relevante en Colombia

La normatividad aplicable a los procesos y acuerdos de reorganización, con el objetivo de dar cumplimiento a las obligaciones contraídas por personas jurídicas o naturales con actividad económica dedicada al comercio en Colombia, está contemplada a la ley 1116 de 2006 (Congreso de Colombia, 2006).

Vale la pena aclarar que la metodología que se pretende diseñar en el presente trabajo corresponde a una labor preventiva que los deudores y las entidades crediticias realizan con anterioridad al evento en el cual la empresa sea cobijada por los términos de la referida ley. Sin embargo, se considera importante, para enmarcar el contenido de la metodología, esbozar las generalidades de la misma.

TÍTULO I.

DEL RÉGIMEN DE INSOLVENCIA.

CAPÍTULO I.

FINALIDAD, PRINCIPIOS Y ALCANCE DEL RÉGIMEN DE INSOLVENCIA.

ARTÍCULO 1o. FINALIDAD DEL RÉGIMEN DE INSOLVENCIA. El régimen judicial de insolvencia regulado en la presente ley, tiene por objeto la protección del crédito y la recuperación y conservación de la empresa como unidad de explotación económica y fuente generadora de empleo, a través de los procesos de reorganización y de liquidación judicial, siempre bajo el criterio de agregación de valor.

El proceso de reorganización pretende a través de un acuerdo, preservar empresas viables y normalizar sus relaciones comerciales y crediticias, mediante su reestructuración operacional, administrativa, de activos o pasivos.

El proceso de liquidación judicial persigue la liquidación pronta y ordenada, buscando el aprovechamiento del patrimonio del deudor.

El régimen de insolvencia, además, propicia y protege la buena fe en las relaciones comerciales y patrimoniales en general y sanciona las conductas que le sean contrarias.

ARTÍCULO 2o. ÁMBITO DE APLICACIÓN. Estarán sometidas al régimen de insolvencia las personas naturales comerciantes y las jurídicas no excluidas de la aplicación del mismo, que realicen negocios permanentes en el territorio nacional, de carácter privado o mixto. Así mismo, estarán sometidos al régimen de insolvencia las sucursales de sociedades

extranjeras y los patrimonios autónomos afectos a la realización de actividades empresariales.

El Gobierno Nacional establecerá los requisitos de admisión de dichos patrimonios autónomos al trámite de insolvencia a que se refiere la presente ley.

ARTÍCULO 3o. PERSONAS EXCLUIDAS. No están sujetas al régimen de insolvencia previsto en la presente ley:

1. Las Entidades Promotoras de Salud, las Administradoras del Régimen Subsidiado del Sistema General de Seguridad Social en Salud y las Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud.
2. Las Bolsas de Valores y Agropecuarias.
3. Las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia. Lo anterior no incluye a los emisores de valores, sometidos únicamente a control de la referida entidad.
4. Las entidades vigiladas por la Superintendencia de Economía Solidaria que desarrollen actividades financieras, de ahorro y crédito.
5. Las sociedades de capital público, y las empresas industriales y comerciales del Estado nacionales y de cualquier nivel territorial.
6. Las entidades de derecho público, entidades territoriales y descentralizadas.
7. Las empresas de servicios públicos domiciliarios.
8. Las personas naturales no comerciantes.
9. Las demás personas jurídicas que estén sujetas a un régimen especial de recuperación de negocios, liquidación o intervención administrativa para administrar o liquidar.

PARÁGRAFO. Las empresas desarrolladas mediante contratos que no tengan como efecto la personificación jurídica, salvo en los patrimonios autónomos que desarrollen actividades empresariales, no pueden ser objeto del proceso de insolvencia en forma separada o independiente del respectivo o respectivos deudores.

ARTÍCULO 4o. PRINCIPIOS DEL RÉGIMEN DE INSOLVENCIA. El régimen de insolvencia está orientado por los siguientes principios:

1. Universalidad: La totalidad de los bienes del deudor y todos sus acreedores quedan vinculados al proceso de insolvencia a partir de su iniciación.
2. Igualdad: Tratamiento equitativo a todos los acreedores que concurran al proceso de insolvencia, sin perjuicio de la aplicación de las reglas sobre prelación de créditos y preferencias.
3. Eficiencia: Aprovechamiento de los recursos existentes y la mejor administración de los mismos, basados en la información disponible.
4. Información: En virtud del cual, deudor y acreedores deben proporcionar la información de manera oportuna, transparente y comparable, permitiendo el acceso a ella en cualquier oportunidad del proceso.

5. Negociabilidad: Las actuaciones en el curso del proceso deben propiciar entre los interesados la negociación no litigiosa, proactiva, informada y de buena fe, en relación con las deudas y bienes del deudor.
6. Reciprocidad: Reconocimiento, colaboración y coordinación mutua con las autoridades extranjeras, en los casos de insolvencia transfronteriza.
7. Gobernabilidad económica: Obtener a través del proceso de insolvencia, una dirección gerencial definida, para el manejo y destinación de los activos, con miras a lograr propósitos de pago y de reactivación empresarial.

De la citada ley es clave, para la metodología por diseñar, adherirse a la documentación exigida al deudor para adelantar el proceso y el acuerdo de reorganización, de la cual se resalta importante, en todo estudio de reperfilación de pasivos financieros, contar con lo siguiente:

1. Los cinco estados financieros básicos correspondientes a los tres últimos ejercicios y los dictámenes respectivos, si existieren, suscritos por contador público o revisor fiscal, según sea el caso.
2. Los cinco estados financieros básicos, con corte al último día calendario del mes inmediatamente anterior a la fecha de la solicitud, suscrito por contador público o revisor fiscal, según sea el caso.
3. Un estado de inventario de activos y pasivos con corte a la misma fecha indicada en el numeral anterior, debidamente certificado, suscrito por contador público o revisor fiscal, según sea el caso.
4. Memoria explicativa de las causas que lo llevaron a la situación de insolvencia.
5. Un flujo de caja para atender el pago de las obligaciones.
6. Un plan de negocios de reorganización del deudor que contemple no solo la reestructuración financiera, sino también organizacional, operativa o de competitividad, conducentes a solucionar las razones por las cuales se solicita el proceso, cuando sea del caso.

De igual manera, como lo decreta la mencionada ley en el siguiente artículo:

ARTÍCULO 25. CRÉDITOS. Los créditos a cargo del deudor deben ser relacionados precisando quiénes son los acreedores titulares y su lugar de notificación, discriminando cuál es la cuantía del capital y cuáles son las tasas de interés, expresadas en términos efectivos anuales, correspondientes a todas las acreencias causadas u originadas con anterioridad a la fecha de inicio del proceso.

2.1.3 Conceptos específicos

Para enmarcar el trabajo es necesario remontarse a conceptos básicos de contabilidad; para el efecto, conviene iniciar por la definición de pasivos, según Horngren, Sundem y Elliott (2000, p. 320):

El pasivo son las obligaciones económicas de una organización o derechos sobre sus activos por parte de entidades o individuos externos. Un ejemplo es la deuda bancaria.

Cuando una compañía recibe un préstamo u otro tipo de pasivo, generalmente da a cambio un pagaré donde se estipulan las condiciones del pago. Los contadores emplean la designación documento por pagar para describir este tipo de documentos.

En un concepto más específico se encuentra la expresión pasivos financieros, sobre la cual Equipo Vértice (2001, p. 273) menciona:

Los instrumentos financieros emitidos, incurridos o asumidos se clasifican como pasivos financieros, en su totalidad o en una de sus partes, siempre que de acuerdo a su realidad económica supongan para la empresa una obligación contractual, directa o indirecta, de entregar efectivo u otro activo financiero, o de intercambiar activos o pasivos financieros con terceros en condiciones potencialmente desfavorables, tal como un instrumento financiero que prevea su recompra obligatoria por parte del emisor, o que otorgue al tenedor el derecho a exigir al emisor su rescate en una fecha por un importe determinado o determinable, o a recibir una remuneración predeterminada siempre que haya beneficios distribuibles.

En la terminología empleada al momento de realizar un reperfilamiento de deuda cobra relevancia la palabra *default*, definida por Castelo Montero (2003, p. 82) como, “mora, incumplimiento de contrato, incumplimiento de compromisos adquiridos, incumplimiento de pago, suspensión de pagos de la deuda pública”, debido a que la reestructuración de pasivos proviene de un evento de *default* o la identificación temprana de alta probabilidad de incurrir en el corto plazo en uno.

Para la identificación de probabilidades de incumplimiento en los pagos y para el seguimiento de la capacidad de cumplir las nuevas condiciones pactadas se utilizan los *covenants*, acerca del cual Lacarte Garcés (2012, p. 157) da a conocer lo siguiente:

El termino covenant proviene del derecho anglosajón y ha sido adoptado en los usos financieros internacionales (y, por tanto, también en los españoles) desde hace ya tiempo. Traducido a nuestro Derecho, son obligaciones de hacer, no hacer, y dar, que asume el prestatario o acreditado frente a la entidad financiera (o que exige la entidad financiera a este) durante la vigencia del préstamo.

Los *covenants* son obligaciones paralelas y accesorias a la obligación principal, que es la devolución del principal y los intereses en los plazos pactados. Estos tienen como finalidad el mantenimiento del crédito, su incumplimiento puede considerarse como justa causa de default.

Sin embargo, en el evento en que los *covenants* se estén incumpliendo pero el pago del principal se haya normalizado, las empresas comúnmente entran a negociar con la entidad de crédito un *waiver*, lo que significa una excepción o exención en el compromiso pactado (Díez Torca, 2011).

Del Manual de Crédito y el Banco de Covenants del Grupo Bancolombia, que son documentos de uso restringido y de alta confidencialidad de la mencionada organización, se extraen los siguientes compromisos que pueden utilizarse en el momento de negociar los mecanismos de seguimiento para el reperfilamiento de las obligaciones de una empresa con el sector financiero.

***Covenants* generales:**

* **Cambios en la composición accionaria:** permiten mitigar el riesgo de cambio de accionistas; los *covenants* obligan al mantenimiento de la propiedad accionaria por parte de los socios o accionistas del deudor y pueden plantearse en varios niveles de restricción. Por ejemplo, se pueden prohibir los cambios en la composición accionaria y cualquier cambio debe ser autorizado por el banco o se puede limitar únicamente el cambio de control accionario (cambios en la composición accionaria superiores al 50%).

Ejemplo tomado de las mencionadas fuentes: “El Accionista Mayoritario se obliga a mantener en todo tiempo y durante el plazo del Crédito, directa o indirectamente una participación accionaria en el Deudor superior al cincuenta por ciento (50%).”

* **Limitación para fusiones, escisiones o reorganizaciones:** condiciona la posibilidad para el deudor de realizar fusiones, escisiones, adquisiciones, reorganización, disolución o liquidación voluntaria, sin previo consentimiento escrito del banco o grupo de bancos financiadores. El objetivo del *covenant* es prevenir que este tipo de operaciones puedan afectar la solvencia y la capacidad de pago de la empresa.

Ejemplo, tomado de las referidas fuentes: “Hasta tanto el capital y los intereses del Crédito no se encuentren pagados en su totalidad, el Deudor se abstendrá de: (...) celebrar transacciones de fusión, consolidación, liquidación o disolución (...).”

* **Conducción de sus negocios y conservación de su objeto social:** tiene el objetivo de mitigar riesgos asociados con cambios en el objeto social; el *covenant* es una declaración que hace el deudor de que continuará dedicado a negocios de la misma clase de aquellos a los que se dedica en la actualidad y conservará con toda su fuerza y vigencia su existencia societaria.

Ejemplo, de igual origen: "Preservar y mantener su existencia, ejerciendo activamente su objeto social, manteniendo las licencias, permisos, concesiones,

autorizaciones, o cualesquiera otros requerimiento legales necesarios para su funcionamiento."

* **Suministro de información financiera:** el seguimiento financiero, a través de la presentación y análisis frecuente de estados financieros y seguimiento de *covenants*, es un aspecto clave en la gestión del riesgo. El *covenant* obliga al deudor a suministrar al prestamista información financiera periódica: estados financieros de propósito general y especial no auditados y auditados, información sobre indicadores de desempeño financiero, etc.

Ejemplo tomado de los documentos mencionados: "Entregar semestralmente los estados financieros, en los meses de agosto (informes de junio) certificados por el representante legal y el contador del deudor y en abril de cada año (informes a diciembre 31), dictaminados por el revisor fiscal."

* **Limitar la posibilidad de garantizar obligaciones de terceros:** el *covenant* restringe al deudor la posibilidad de otorgar garantías para respaldar obligaciones de terceros, de sus accionistas, de sociedades en las cuales posee participación (subordinadas o matrices del deudor), sin previa autorización expresa y escrita del prestamista.

Ejemplo, también de igual origen: "Hasta tanto el capital y los intereses del crédito no se encuentren pagados en su totalidad, el deudor se abstendrá de: (...) constituir garantías para respaldar obligaciones propias o de terceros."

Covenants financieros:

Los *covenants* financieros deben ser estructurados en función de la situación financiera actual y de las proyecciones financieras del sujeto de crédito; de igual forma, la estructura de los mismos debe variar en función del tipo de operación de crédito.

Los *covenants* recomendables para este tipo de operaciones son los siguientes:

* **Endeudamiento:** pretende limitar el nivel de deuda de la empresa en función de un indicador de generación de caja, con el fin de evitar que la compañía incremente el nivel de deuda hasta el punto tal que no pueda pagar.

Indicador: deuda financiera / ebitda.

Rango óptimo: entre 3 y 3.5 veces.

* **Cobertura de intereses:** es el resultado de dividir el ebitda sobre el gasto financiero; permite evaluar la capacidad de pago del costo financiero de la deuda.

Indicador: ebitda / intereses

Rango óptimo: mayor o igual a tres veces (3x)

* **DSCR** (*debt service coverage ratio*, que en español equivale a razón o cociente de cubrimiento del servicio de la deuda): facilita el seguimiento de capacidad de pago de la empresa sobre el servicio de la deuda en función de la generación de caja de la empresa después de depurar todos los egresos de la operación y las inversiones en CAPEX (*capital expenditure*). Es un *covenant* que en la mayoría de los casos se usa por lo general para controlar el reparto de dividendos de las compañías en función de la generación de caja y la atención del pago del servicio a la deuda.

Indicador: flujo de caja libre / servicio de la deuda.

Rango óptimo: debe ser, igual o superior a 1.2x.

* **Estructura de capital:**

Indicador: deuda / (deuda + *equity*).

Rango óptimo: 70% de la deuda.

* **Limitación al reparto de dividendos:** Por lo general, la restricción al reparto de dividendos se establece como una obligación del tipo no hacer dentro del contrato de crédito. El reparto de dividendos puede atarse al cumplimiento del indicador de cobertura si se encuentra en niveles iguales o superiores a 1,2 veces. La limitación al reparto de dividendos puede tener algunas variantes:

- Limitar de manera total o parcial el reparto de dividendos durante el período de gracia del crédito.
- Limitar el reparto de dividendos a un porcentaje máximo sobre la utilidad neta de cada año.
- Limitar el reparto de dividendos a montos en efectivo máximos durante la vida del crédito.

2.1.4 Consideraciones adicionales para acreedores y clientes

Para los bancos: es importante tener en cuenta que adelantar procesos de reperfilación de deuda con sus clientes puede tener repercusiones en la calificación de riesgo crediticio con la cual debe reportar, tanto interna como externamente, a los mismos frente a la Superintendencia Financiera de Colombia y a las centrales de información como CIFIN y otras.

Esta calificación de riesgo crediticio supone la probabilidad de pago con la que cuenta la obligación en una escala alfanumérica que cada entidad determina; para la CIFIN, por

ejemplo, el reporte se realiza con una calificación desde la letra A hasta la E; se otorga una mejor calificación (A) a las entidades con menor probabilidad de incumplimiento, y peor calificación (B, C, D o E) a medida que la misma se incrementa.

Reestructurar el pasivo financiero de una compañía hace parte de reconocer que su situación económica se encuentra afectada y, por ende, se debe ver reflejada en la percepción de riesgo frente a la probabilidad de pago y en una peor calificación, lo cual implica para el banco mayores provisiones y menor utilidad.

A continuación se relaciona la normatividad textual, según la Superintendencia Financiera de Colombia, sobre el manejo que se debe dar a la calificación de las entidades a las que se les reperfilan sus pasivos.

CALIFICACIÓN DE RIESGO CREDITICIO EN ENTIDADES FINANCIERAS

E conformidad con la Superintendencia Financiera de Colombia (2001, p. 1),

A los créditos o contratos reestructurados se les otorgará una calificación de mayor riesgo, dependiendo dicha calificación de mayor riesgo de las condiciones financieras del deudor, del codeudor, y de los flujos de ingresos del proyecto, si fuere el caso, al momento de la reestructuración.

Habrà lugar a mantener la calificación previa a la reestructuración cuando se mejoren las garantías constituidas para el otorgamiento del crédito o la celebración del contrato y el resultado del estudio que se realice para efectuar la reestructuración demuestre que las condiciones del deudor así lo amerita.

Podrán ser trasladados a una categoría de menor riesgo los créditos y contratos reestructurados, cuando además de que los flujos de ingresos del deudor o del proyecto permitan concluir que los pagos podrán ser atendidos, se hayan tomado por el deudor acciones de fortalecimiento patrimonial, tales como: abono o reducción de lo adeudado en porcentajes no inferiores al diez por ciento (10%) del capital si se trata de créditos y al diez por ciento (10%) del valor de los cánones pendientes de pago, descontado el componente financiero, si se trata de contratos de leasing, capitalización o reestructuración del negocio que conlleve reducción de gastos y mejora en la rentabilidad operacional. En cualquier caso, el traslado a una categoría de menor riesgo sólo podrá efectuarse cuando el acuerdo de reestructuración prevea períodos de gracia para el pago de los intereses o de los cánones del arrendamiento financiero, iguales o inferiores a seis (6) meses.

Para estos casos, aunque el deudor reestructurado sea calificado en "A", sólo será posible reversar provisiones cuando se hayan atendido puntualmente los dos primeros pagos convenidos en el acuerdo de reestructuración.

Adicionalmente, las instituciones vigiladas que convengan con sus deudores la reestructuración de créditos o contratos deberán observar lo siguiente:

- a) Efectuar un seguimiento permanente respecto del cumplimiento del acuerdo de reestructuración.
- b) En caso de existir garantía real, actualización del avalúo de la misma, siempre que el último avalúo tenga más de un (1) año de haber sido practicado, a fin de establecer su valor

de mercado o de realización. Dicha actualización del avalúo deberá hacerse en todo caso cuando quiera que se reestructure un contrato de arrendamiento financiero o leasing.

Para los clientes: a la luz de la implementación en Colombia de las IFRS (*International Financial Reporting Standards*, que en español se denominan NIIF o Normas Internacionales de Información Financiera), realizar procesos de reestructuración de pasivos también tendrá implicaciones en la manera de reportar sus obligaciones en los estados financieros que generan, dependiendo del impacto que los cambios realizados representan, para lo cual se esboza a continuación el tratamiento que se debe tener frente a la nueva normatividad contable.

TRATAMIENTO CONTABLE DE LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA.

Según Morales Díaz (2014, p. 54),

Se debe analizar si los términos económicos de la nueva deuda son «sustancialmente diferentes» de los términos de la antigua deuda o no lo son.

La norma establece que dicho análisis debe llevarse a cabo comparando el valor actual de los flujos de la antigua y de la nueva deuda (test del 10%). No obstante, y aunque no lo dice explícitamente, deja la puerta abierta a que se lleve a cabo un segundo test «cualitativo» en el que se consideran otras modificaciones en los términos no captadas en el test del 10% (como por ejemplo un cambio en la moneda en la que la deuda está denominada).

Si, tras el análisis, los términos económicos de la nueva deuda son «sustancialmente diferentes » de los términos de la antigua deuda, la operación de reestructuración puede que tenga un efecto significativo en los estados financieros del prestatario lo que conlleva a tener que valorar la nueva deuda a valor razonable.

Por el contrario, en caso de que los términos económicos de la nueva deuda no sean «sustancialmente diferentes» no hay efecto inmediato en la cuenta de resultados, sino que hay un efecto diferido a través de un nuevo tipo de interés efectivo.

2.2 Metodología

En la metodología por diseñar se espera integrar el análisis de la viabilidad futura de pago en las nuevas condiciones reestructuradas de conformidad con los indicadores que las compañías financieras por lo común definen como *covenants* o compromisos para el seguimiento de las obligaciones definidos con anterioridad, como las de hacer, no hacer, y dar, que asume el prestatario o acreditado frente a la entidad financiera (o que exige la entidad financiera al mismo) durante la vigencia del préstamo, teniendo en cuenta los diferentes aspectos relacionados a continuación por los autores consultados, que hoy es posible que se estén dejando de lado en las negociaciones por falta de conocimiento o información.

- El análisis de las garantías y de los costes fiscales de dichas operaciones debe efectuarse de modo previo al proceso de negociación con el grupo de bancos (*pool* bancario), con el fin de conseguir el éxito en dicho proceso negociador (Boronat Ombuena y Ruiz Hall, 2011, p. 21).
- La clave del éxito en cualquier proceso de reestructuración está en llegar a un acuerdo acerca de que el valor de la empresa reestructurada es mayor que el valor de liquidación actual y sobre el reparto de ese mayor valor económico. En este sentido, uno de los puntos de discusión más importantes es acordar un plan de futuro realista, en el que la generación de un flujo de caja libre suficiente para asegurar la viabilidad a corto no ponga en peligro el futuro de la empresa a mediano y largo plazo, con limitaciones en planes de inversión que serían necesarias para asegurar la continuidad del negocio (López Lubián y De Luna Butz, 2012, p. 25).
- Ningún proceso de refinanciación finaliza propiamente con la suscripción de los contratos que lo formalizan. Por el contrario, la refinanciación de empresas en crisis es un mecanismo que se pone en marcha sobre la premisa del posterior cumplimiento de las asunciones de desarrollo del negocio previstas en el plan de negocio del deudor y de las expectativas razonables de los acreedores acerca de su cumplimiento. No es, por tanto, un mecanismo rígido ni inmune a posibles modificaciones o ajustes derivados de la realidad en la que se desenvuelva con posterioridad la actividad empresarial del deudor.
- Por ello, y a diferencia de los procesos de financiación o refinanciación ordinarios, el seguimiento del cumplimiento de los objetivos del plan de negocio y de las diversas obligaciones asumidas por el deudor según los contratos de refinanciación adquiere un especial relieve (Sáenz de Santa María y Sotomayor, 2009, p 19).
- Para aplicar el correcto tratamiento contable a este tipo de operaciones se debe, en primer lugar, analizar si los términos económicos de la nueva deuda son «sustancialmente diferentes» de los términos de la antigua deuda o si no lo son (Morales Díaz, 2014, p. 54).

2.3 Presentación y análisis de resultados

Como metodología la propuesta consiste en realizar un análisis de la reperfilación de deuda, tanto por parte de los clientes como de los acreedores financieros que lo acompañarán en el proceso de reestructuración, a la inversa del análisis tradicional de capacidad de pago.

Por lo general, para evaluar la capacidad que una compañía tiene para asumir nuevo endeudamiento se proyectan flujos de caja futuros que, basados en los supuestos más realistas que sea posible plantear, permitan identificar si al cargar las obligaciones financieras actuales, sumadas a la nueva solicitud, el cliente estará en condiciones de cumplir las condiciones que se pactarían en el inicio, a partir de lo cual las entidades crediticias toman la decisión de asumir o no el riesgo en los niveles de exposición requeridos.

En el evento de una reestructuración, como se vio en los anteriores apartes del documento, los riesgos se encuentran asumidos por parte de las entidades financieras y se supone que los flujos de caja no están siendo, o no serán capaces de continuar atendiendo, las condiciones de las obligaciones.

Para el nuevo análisis se conocen las condiciones de todas las obligaciones financieras con las que cuenta el cliente en el momento de la reestructuración, por lo cual:

1. Se puede comenzar a simular cuál es el servicio a la deuda que en la actualidad debería estar en capacidad de cubrir la empresa con su generación de caja. Esto se realiza mediante una tabla de amortización, en la cual se incluya la totalidad de las obligaciones crediticias de la compañía y se contemplen todas las líneas, tanto de corto como de largo plazo, con sus respectivas condiciones de tasa, plazo, y periodicidad de pago.
2. A partir de tener registro de las obligaciones actuales, es necesario identificar cuáles de las obligaciones son sujeto de tener una modificación de las condiciones pactadas al inicio. En esto punto sería lo ideal que la totalidad de los contratos sean reestructurados, aunque existirán algunos que, por la particularidad del producto (por ejemplo: operaciones de arrendamiento operativo), el destino de los recursos (créditos rotativos que necesiten mantenerse para el funcionamiento de la empresa) o lo beneficiosa que fue la negociación inicial, impidan o hagan más complicado realizar un replanteamiento de los pagos.
3. Se inicia el proceso de negociación entre las entidades que hoy presentan dichos riesgos expuestos y el cliente, para definir, en primera instancia, cuáles pueden ser los cambios más factibles, de acuerdo con el problema que presente la empresa. Mientras mayor uniformidad se pueda lograr entre los diferentes acreedores, más beneficioso puede ser para la viabilidad futura de pago. En este punto se propone estructurar créditos sindicados, con el objeto de promover una mayor efectividad en los procesos de reestructuración, ya que, de conformidad con dicha figura, se contará con unas las mismas condiciones en las obligaciones por reestructurar, lo que facilitará la planeación, la administración y el pago.
4. Con las primeras variaciones a los contratos de deuda que sea posible negociar se vuelve a modelar la tabla de amortización, para calcular el nuevo servicio a la deuda que se tendría, y se despeja el flujo de caja libre (FCL) que la compañía debe generar en cada uno de los períodos, a partir de uno de los indicadores que con

posterioridad se definirá como compromiso o *covenant* y que corresponde al DSCR (*debt service coverage ratio*).

Indicador: flujo de caja libre / servicio a la deuda.

Rango óptimo: debe ser, como mínimo, de 1.2 veces.

Puesto que se tiene claro que se conoce cuáles son el servicio a la deuda y el rango óptimo, se despeja del indicador el flujo de caja libre.

$FCL = \text{servicio a la deuda} * 1,2.$

A partir de esta nueva fórmula se puede encontrar de manera fácil, cual es el flujo de caja operativo (FCO) que, impactado por las necesidades de inversión (CAPEX) que tenga la compañía en los períodos de pago de las obligaciones, necesitaría generar el cliente para dar un pago efectivo a las obligaciones reestructuradas.

5. Por último, se contrasta este flujo de caja operativo teórico con la verdadera capacidad que tendrá la empresa de generar efectivo en los siguientes períodos y se define si está en condiciones de cumplirlo, o si, por el contrario, se debe volver hasta el punto 2, en el que, en las mesas de negociación, se definan otras variaciones que logren hacer el indicador propuesto lo más realista posible.

Si se encuentra las condiciones de reperfilación que permiten que el flujo de caja teórico se considere alcanzable, se deben definir las garantías que acompañarán la nueva oportunidad de pago que está brindando cada acreedor y estructurar, además del DSCR, los demás *covenants* que permitirán hacerle un seguimiento futuro objetivo al cumplimiento de la reestructuración.

En el evento de que el margen de negociación se agote y, aun con las mejores condiciones que se encuentren en posibilidad de entregar las entidades financieras a su deudor, el indicador que arroja la simulación presenta la necesidad de contar con una generación de flujo de efectivo muy alejada de la capacidad real que tendría el cliente para generar caja en los siguientes períodos, se deberá buscar una solución diferente al reperfilamiento de la deuda. Para ello podría profundizarse, en futuros documentos, en conceptos relacionados con este tema, como la dación en pago, la capitalización por parte de inversionistas de alto riesgo, o el proceso de cobro jurídico como posibilidades en un escenario de reestructuración financiera.

2.4 Aplicación

Para entender de mejor manera la metodología definida y llevarla a la práctica, se aplicará a continuación, en un ejemplo genérico de reperfilación de deuda, al caso de una compañía en Colombia perteneciente al sector transportador, que corresponde a un segmento de la economía que se ha visto impactado en los últimos años por múltiples factores, como la

sobreoferta de vehículos a raíz de la implementación de gasoductos para el transporte de hidrocarburos, entre otros hechos, lo que ha llevado a una competencia a través de precios que presiona el ingreso por vehículo a la baja y disminuye la rentabilidad, debido a que se conservan e, incluso, incrementan los costos y gastos fijos que debe asumir, como combustible, personal, peajes, mantenimiento y repuestos, entre otros.

Para el ejemplo, la empresa se denominará “Transportes AAA”, una compañía que, al cierre del año 2012, generó un nivel de ingresos de \$10.500 millones (en adelante: MM) por los servicios de transporte y logística de carga seca que prestaba, en lo primordial a través de vehículos de terceros, y que mostró un margen de rentabilidad (ebitda) del 9%, generado por la diferencia entre el valor de los contratos que atendía y el pago a los propietarios de los vehículos afiliados. La compañía no cuenta con una flota propia significativa y no tiene mayores obligaciones financieras, sino las necesarias para apalancar sus necesidades de capital de trabajo, que correspondían, sobre todo, a una cartera con rotación de 90 días frente a sus ingresos, la cual era apoyada por la palanca en sus proveedores de bienes y servicios, que eran, en lo esencial, los afiliados, con los que se tomaba un plazo promedio de 60 días para el pago.

Para el año 2013, su estructura mostró un cambio representativo, gracias a la adjudicación del contrato de transporte con una importante compañía extractora de carbón en el país, el cual le aseguraba un nivel de facturación durante diez años de \$70.000 MM, con un incremento anual igual al del IPC. Teniendo en cuenta esta situación, y por exigencia del mismo contratante, la compañía debía contar con determinada flota propia para prestar el servicio, razón por la cual acudió al sector financiero en búsqueda de un crédito de largo plazo por \$36.250 MM a 72, meses que incluían 12 meses de gracia a capital y una tasa del 8% efectivo anual (E.A.), con el cual adquirió los vehículos y tráileres requeridos. Además, debió acudir a créditos rotativos de corto plazo cercanos a los \$4.000 MM para apalancar las mayores necesidades de capital de trabajo, dado que la atención del contrato representaba adquirir un nivel de inventario de llantas y repuestos con el cual realizar de manera oportuna el mantenimiento a su flota, y disminuyó en forma parcial la rotación con los proveedores de servicios, al no poder apalancar la totalidad de los costos y gastos con terceros como antes lo hacía, situación que no se logró mitigar con un margen ebitda del 20% que le generaría su nueva relación contractual.

Para 2014, las condiciones del sector transportador llevaron a que la extractora de carbón exigiera una renegociación en el contrato para no darlo por terminado de manera anticipada, al incrementar los volúmenes de carga que permitieran mantener el nivel de facturación pactado y disminuir, de manera simultánea, el precio de los servicios, dadas las ofertas que estaba recibiendo en el mercado; esta situación, acompañada de algunas ineficiencias operativas de la empresa y del incremento en algunos costos fijos propios de la actividad desarrollada, generaron una disminución de cinco puntos porcentuales en su margen de rentabilidad. Fuera de lo anterior, la inversión en *capex* necesaria para atender el volumen de carga adicional, el pago del primer abono a capital pactado por \$7.250 MM anuales para la operación de largo plazo contratada con el sector financiero y la distribución

de dividendos, correspondientes al 84% de las utilidades del año 2013 (\$6.091 MM), a los cuales se había comprometido la administración en la asamblea, dados los resultados obtenidos en el año anterior. Los factores anteriores generaron un déficit de caja, que obligó a los directivos a hacer uso de los cupos rotativos que tenían disponibles con diferentes entidades financieras; el año cerró con una deuda de corto plazo de \$12.712 MM, con un costo financiero del 10% E.A. debido a que por lo general los cupos de cartera para capital de trabajo de menos de 12 meses tienen una tasa mayor, al no contar con mayores garantías o activos de por medio que mitiguen el riesgo asumido por las entidades de crédito.

A continuación se presentan los principales estados financieros de la compañía al cierre de los últimos tres años, correspondientes al balance general y el estado de resultados, que, como se mencionaba en el marco teórico, son uno de los insumos fundamentales para realizar un análisis histórico e identificar las situaciones que han generado incapacidad de cumplir las obligaciones financieras adquiridas.

ACTIVO	2012	2013	2014
Caja y bancos	280	509	291
Cuentas por cobrar			
Cuentas por cobrar clientes	2,589	17,260	17,753
Subtotal de cuentas por cobrar	2,589	17,260	17,753
Inventarios			
Materiales y repuestos	-	1,736	1,671
Subtotal de inventarios	-	1,736	1,671
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	2,869	19,505	19,716
Activos fijos			
Vehiculos	571	36,785	37,745
Muebles y enseres	123	159	183
Subtotal de activo fijo	694	36,944	37,928
TOTAL ACTIVOS LARGO PLAZO	694	36,944	37,928
TOTAL ACTIVO	3,563	56,449	57,643
PASIVO	2012	2013	2014
Deuda financiera corto plazo			
Obligaciones bancarias	847	3,928	12,712
Subtotal deuda financiera corto plazo	847	3,928	12,712
Proveedores	1,644	8,438	9,192
TOTAL PASIVO CORRIENTE	2,491	12,366	21,904
Obligaciones bancarias largo plazo	-	36,250	29,000
TOTAL PASIVO LARGO PLAZO	-	36,250	29,000
TOTAL PASIVO	2,491	48,616	50,904
Capital pagado	465	465	465
Utilidades retenidas	27	129	1,278
Utilidades del ejercicio	580	7,239	4,996
TOTAL PATRIMONIO	1,072	7,833	6,739
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	3,563	56,449	57,643
P&G	2012	2013	2014
HISTORICO	365 días	365 días	365 días
Ventas netas	10,506	70,019	72,119
Costos de ventas	9,561	56,015	61,302
UTILIDAD BRUTA	946	14,004	10,818
UTILIDAD OPERACIONAL	946	14,004	10,818
Gastos financieros			
Gastos financieros	80	3,200	3,360
Subtotal gastos financieros	80	3,200	3,360
Utilidad antes de impuestos	866	10,804	7,458
Provison impuesto de renta	286	3,565	2,461
UTILIDAD NETA	580	7,239	4,997

En el siguiente resumen se presentan los principales indicadores financieros de la empresa, elaborados a partir de los análisis horizontal y vertical de los reportes históricos obtenidos y del cálculo de indicadores básicos de rentabilidad y eficiencia, como los márgenes, rotaciones y ciclo de efectivo; de manera adicional al cálculo de indicadores básicos de endeudamiento y cobertura, reflejan de manera más clara las situaciones planteadas para el ejemplo, el crecimiento en los ingresos de 2012 a 2013, la variación en el ebitda de los tres períodos, el crecimiento en los activos fijos y en la deuda para 2013 y 2014 y el cambio en la rotación de inventarios y proveedores.

Resumen de indicadores	2012	2013	% Variación	2014	% Variación
<i>Cifras en \$MM</i>	365 días	365 días	2013 - 2012	365 días	2014 - 2013
INGRESOS OPERACIONALES	10,506	70,019	566.4	72,119	3.0
COSTOS Y GASTOS	9,561	56,015	485.9	61,302	9.4
UTILIDAD OPERACIONAL	946	14,004	1,381.0	10,818	(22.8)
MARGEN OPERATIVO	9.0%	20.0%	11.0	15.0%	(5.0)
EBITDA	946	14,004	1,381.0	10,818	(22.8)
MARGEN EBITDA	9.0%	20.0%	11.0	15.0%	(5.0)
CARGA FINANCIERA	80	3,200	3,900.0	3,360	5.0
COBERTURA DE INTERESES (#VECES)	11.82	4.38	(63.0)	3.22	(26.4)
EBITDA/GASTO FINANCIERO (# VECES)	11.82	4.38		3.22	
UTILIDAD NETA	580	7,239	1,148.2	4,997	(31.0)
MARGEN NETO	5.5%	10.3%	4.8	6.9%	(3.4)
ACTIVO TOTAL	3,563	56,449	1,484.2	57,643	2.1
ACTIVO CORRIENTE	2,869	19,505	579.8	19,716	1.1
CARTERA (Cartera total - provisiones)	2,589	17,260	566.7	17,753	2.9
INVENTARIOS	0	1,736	.	1,671	(3.7)
ACTIVO FIJO	694	36,944	5,222.2	37,928	2.7
PASIVO TOTAL	2,491	48,616	1,851.8	50,904	4.7
PASIVO CORRIENTE	2,491	12,366	396.5	21,904	77.1
PROVEEDORES	1,644	8,438	413.3	9,192	8.9
PASIVO FINANCIERO TOTAL	847	40,178	4,643.6	41,712	3.8
PATRIMONIO	1,072	7,833	630.5	6,739	(14.0)
ENDEUDAMIENTO SIN VALORIZACIÓN(%)	69.9%	86.1%	16.2	88.3%	2.2
ROTACION CARTERA (#DÍAS)	89.9	90.0		89.9	
ROTACION INVENTARIOS (#DÍAS)	0.0	11.3		10.0	
ROTACION PROVEEDORES (#DÍAS)	62.8	55.0		54.7	
CICLO EFECTIVO (#DÍAS)	27.2	46.3		45.1	

En el caso estudiado se puede determinar, a partir del anterior análisis de la situación basado en los reportes financieros, cuáles aspectos, como la caída en los márgenes de rentabilidad por situaciones inherentes al sector y a la actividad desarrollada pero también por ineficiencias internas de la empresa, el cambio en el ciclo del negocio, las inversiones adicionales no medidas, y la distribución de dividendos, fueron las principales causas del déficit presentado.

Continuando con el ejemplo, al percatarse de esta situación y proyectar el flujo de caja, los directivos de la compañía se dieron cuenta de que, aun esperando una mejoría en la rentabilidad del negocio, por la implementación de estrategias de optimización, eficiencia y reducción de costos y gastos, que le permitiesen recuperar, en parte, los puntos pedidos en el ebitda en el año 2014, y manteniendo estable su ciclo de efectivo. La generación interna de fondos no estaría en capacidad de cubrir el servicio a la deuda pactado para la operación de largo plazo, a lo habría que sumar el pago de los cupos de corto plazo a los cuales se recurrió el año anterior, lo cual los obligaría a realizar una gimnasia financiera demasiado desgastante y peligrosa, en la que parte de esas obligaciones fuesen cubiertas reutilizando los créditos rotativos que se irían pagando; sin embargo, entre otros factores, la creciente inversión en activos fijos, que deben comenzar a realizar a partir del año 2016 para iniciar la reposición de vehículos y tráileres que les permita atender el contrato durante todos los diez años sin activos obsoletos que les incrementen los costos de mantenimiento, lleva a que la deuda necesaria en cada período para cubrir los déficits de caja sea superior al crédito rotativo cancelado del año anterior, lo que implica que el problema sea cada vez más difícil de solucionar por la vía de los préstamos de corto plazo utilizada en 2014.

Para verlo de una manera más clara, como lo explica de igual manera el marco teórico, se muestran a continuación los estados financieros proyectados de la empresa para los siguientes años sobre el resumen de indicadores, lo que hace más fácil observar la evolución esperada.

Resumen de indicadores	2015	2016	2017	2018
<i>Cifras en \$MM</i>				
INGRESOS OPERACIONALES	74,283	76,512	78,807	81,171
COSTOS Y GASTOS	61,284	63,122	65,016	66,966
UTILIDAD OPERACIONAL	13,000	13,390	13,791	14,205
MARGEN OPERATIVO	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
EBITDA	13,000	13,390	13,791	14,205
MARGEN EBITDA	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
CARGA FINANCIERA	3,369	2,914	2,447	1,972
COBERTURA DE INTERESES (#VECES)	3.86	4.59	5.64	7.20
EBITDA/GASTO FINANCIERO (# VECES)	3.86	4.59	5.64	7.20
UTILIDAD NETA	6,453	7,018	7,601	8,196
MARGEN NETO	8.7%	9.2%	9.6%	10.1%
ACTIVO TOTAL	58,366	59,579	61,310	63,561
ACTIVO CORRIENTE	20,438	21,051	21,683	22,333
CARTERA (Cartera total - provisiones)	18,364	18,915	19,483	20,067
INVENTARIOS	1,702	1,753	1,806	1,860
ACTIVO FIJO	37,928	38,528	39,628	41,228
PASIVO TOTAL	45,174	39,368	33,499	27,554
PASIVO CORRIENTE	23,424	24,868	26,249	27,554
PROVEEDORES	9,363	9,644	9,933	10,231
PASIVO FINANCIERO TOTAL	35,811	29,725	23,566	17,323
PATRIMONIO	13,192	20,210	27,811	36,007
ENDEUDAMIENTO SIN VALORIZACIÓN(%)	77.4%	66.1%	54.6%	43.3%
ROTACION CARTERA (#DÍAS)	90.2	90.2	90.2	90.2
ROTACION INVENTARIOS (#DÍAS)	10.1	10.1	10.1	10.1
ROTACION PROVEEDORES (#DÍAS)	55.8	55.8	55.8	55.8
CICLO EFECTIVO (#DÍAS)	44.6	44.6	44.6	44.6

Y, fuera de lo anterior, se elaboró el flujo de caja futuro, en el que se puede observar que el servicio a la deuda originado en la operación de largo plazo y sumado a los compromisos de corto plazo asumidos para cubrir el déficit del último período no estarían en capacidad de ser pagados con la generación interna de fondos y sería necesario incrementar de manera constante el endeudamiento de corto plazo para mantener la liquidez.

FLUJO DE CAJA (directo)	2015	2016	2017	2018
CAJA INICIAL	291	371	383	394
(+) VENTAS NETAS	74,283	76,512	78,807	81,171
(-) (variación) Cuentas por cobrar comerciales	(611)	(551)	(567)	(584)
CAJA DE VENTAS	73,672	75,961	78,239	80,587
(-) Costo de ventas	(61,284)	(63,122)	(65,016)	(66,966)
(-) (variación) Inventarios	(31)	(51)	(53)	(54)
(+) (variación) Proveedores	171	281	289	298
CAJA PARA PRODUCCIÓN	(61,144)	(62,892)	(64,779)	(66,722)
(-) Impuestos pagados	(3,178)	(3,457)	(3,744)	(4,037)
CAJA PARA OPERACIÓN	(3,178)	(3,457)	(3,744)	(4,037)
FLUJO DE CAJA OPERATIVO	9,350	9,612	9,717	9,827
(-) (variación) Incrementos en activo fijo neto (CAPEX)	0	(600)	(1,100)	(1,600)
FLUJO DE CAJA LIBRE	9,350	9,012	8,617	8,227
Creditos de corto plazo				
Tasa de interes (e.a.)	10%	10%	10%	10%
Creditos de corto plazo inicial	12,712	13,980	15,133	16,213
Pagos deuda	(12,712)	(13,980)	(15,133)	(16,213)
(-) Gastos financieros corto plazo	(1,339)	(1,464)	(1,577)	(1,682)
Deuda largo plazo				
Tasa de interes (e.a.)	8%	8%	8%	8%
Deuda Largo plazo Inicial	29,000	21,750	14,500	7,250
Pagos deuda	(7,250)	(7,250)	(7,250)	(7,250)
Deuda largo plazo final	21,750	14,500	7,250	0
(-) Gastos financieros	(2,030)	(1,450)	(870)	(290)
Servicio a la deuda	(23,331)	(24,145)	(24,830)	(25,435)
FLUJO DE CAJA DESPUES DE SERVICIO DEUDA	(13,980)	(15,133)	(16,213)	(17,208)
FLUJO DE CAJA LIBRE / SERVICIO DEUDA	0.4	0.4	0.3	0.3
Aumento deuda	13,980	15,133	16,213	17,208
Deuda de corto plazo final	13,980	15,133	16,213	17,208

Según este escenario, la opción más indicada es solicitar ante el sector financiero una reperfilación de las obligaciones adquiridas, para lo cual se exploró con los diferentes acreedores la posibilidad de recoger la totalidad de las obligaciones financieras de corto y largo plazo y llevarlas de nuevo a un período de ocho años, mediante un ajuste (*match*) con el vencimiento del contrato de transporte con la compañía extractora de carbón, de manera que se mantengan las tasa de interés que en el inicio se habían pactado para las obligaciones de largo plazo y por medio de abonos a capital anuales constantes, situación que se simulará de conformidad con la metodología planteada para verificar si la compañía estaría en capacidad de generar los resultados que permitan una aceptable cobertura del flujo de caja frente al nuevo servicio de la deuda, reflejado en la siguiente tabla de amortización.

Saldo de deuda reestructurada	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda largo plazo								
Tasa de interes (e.a.)	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Deuda largo plazo inicial	41,712	36,498	31,284	26,070	20,856	15,642	10,428	5,214
Pagos deuda	(5,214)	(5,214)	(5,214)	(5,214)	(5,214)	(5,214)	(5,214)	(5,214)
Deuda largo plazo final	36,498	31,284	26,070	20,856	15,642	10,428	5,214	0
(-) Costos financieros	(3,128)	(2,711)	(2,294)	(1,877)	(1,460)	(1,043)	(626)	(209)
Servicio a la deuda	(8,342)	(7,925)	(7,508)	(7,091)	(6,674)	(6,257)	(5,840)	(5,423)
FCL (1.2 veces x servicio a la deuda)	10,011	9,510	9,010	8,509	8,009	7,508	7,008	6,507
Capex	0	600	1,100	1,600	2,100	2,600	3,100	3,600
FLUJO DE CAJA OPERATIVO TEÓRICO	10,011	10,110	10,110	10,109	10,109	10,108	10,108	10,107
FLUJO DE CAJA OPERATIVO ESPERADO	9,259	9,507	9,599	9,696	9,798	9,904	10,015	10,131
DIFERENCIA	-751	-603	-511	-413	-311	-204	-92	23

Al analizar los resultados se encuentra que, a pesar de que el servicio de la deuda disminuye de manera representativa frente a la estructura inicial, el FCO teórico que debería estar en condiciones de generar la compañía para dar una aceptable cobertura a las obligaciones reperfiladas es superior, en la mayoría de los años, al efectivo que con los supuestos estimados estaría en capacidad de liberar el negocio, lo que continuaría generando un déficit periódico y no brindaría una solución por completo satisfactoria.

Teniendo en cuenta que un incremento en el plazo mayor que los ocho años planteados supondría un riesgo muy elevado, al no tener certeza de que la compañía, una vez finalice el contrato con la empresa extractora de carbón, continuará generando resultados suficientes para cubrir el saldo de la deuda que en dicho momento quedara pendiente y, además, que en la negociación con los acreedores no se contempla por parte de estos últimos la posibilidad de una reducción en la tasa, ni la situación amerita explorar otras alternativas de reestructuración como el otorgamiento de períodos de gracia, al no estar de por medio un cese en las actividades, se planteó en la mesa la opción de exigir a los socios actuales de la empresa que realicen una capitalización de recursos frescos que cubra parte de las obligaciones financieras vigentes, como una estrategia que disminuya el nivel de obligaciones por reestructurar y que demuestre el compromiso de los accionistas con su empresa, haciéndolos parte de la solución del problema que, según los factores mencionados al inicio, fue consecuencia también de la distribución de dividendos realizada, se llegó a la conclusión de solicitar reintegrar como capitalización el 50% de los dividendos pagados entre los años 2013 y 2014 por un valor de \$3.285 MM, los cuales deben ser abonados en forma directa a las obligaciones financieras y dejan un saldo por reperfilar de \$38.427 MM.

Saldo de deuda reestructurada	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda largo plazo								
Tasa de interes (e.a.)	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Deuda largo plazo inicial	38,427	33,624	28,820	24,017	19,214	14,410	9,607	4,803
Pagos deuda	(4,803)	(4,803)	(4,803)	(4,803)	(4,803)	(4,803)	(4,803)	(4,803)
Deuda largo plazo final	33,624	28,820	24,017	19,214	14,410	9,607	4,803	0
(-) Gastos financieros	(2,882)	(2,498)	(2,113)	(1,729)	(1,345)	(961)	(576)	(192)
Servicio a la deuda	(7,685)	(7,301)	(6,917)	(6,533)	(6,148)	(5,764)	(5,380)	(4,996)
FCL (1.2 veces x servicio a la deuda)	9,222	8,761	8,300	7,839	7,378	6,917	6,456	5,995
Capex	0	600	1,100	1,600	2,100	2,600	3,100	3,600
FLUJO DE CAJA OPERATIVO TEÓRICO	9,222	9,361	9,400	9,439	9,478	9,517	9,556	9,595
FLUJO DE CAJA OPERATIVO ESPERADO	9,259	9,507	9,599	9,696	9,798	9,904	10,015	10,131
DIFERENCIA	37	146	199	257	320	387	460	536

Al observar la sensibilización del nuevo escenario de deuda teniendo en cuenta la capitalización, se encuentra que el FCO esperado por la compañía es superior al FCO teórico necesario para dar una buena cobertura al servicio de la deuda, lo que muestra viabilidad de pago en la reperfilación de la deuda según dichas condiciones.

Fuera de lo anterior, por parte de los acreedores que van a realizar la modificación a los contratos de acuerdo con los nuevos parámetros sería importante, entonces, dado el análisis realizado, exigir como *covenant* un DSCR (*debt service coverage ratio*) de 1.2 veces el cociente entre el flujo de caja libre y el servicio a la deuda, así como solicitar un compromiso de no distribuir dividendos que superen la diferencia entre el FCO real que se genere en cada período y el FCO teórico necesario para cumplir el anterior indicador, mediante estableciendo una petición de aporte de capital (*equity call*) que, en caso de que el FCO real sea inferior al FCO teórico, garantice que los faltantes de caja necesarios para cumplir el indicador serán capitalizados por recursos frescos de los socios.

3 Conclusiones

1. Es necesario conocer el lenguaje financiero al cual se enfrentaran los actores en un proceso de reestructuración de deuda; de un lado los gerentes, administradores o directores financieros de las empresas con dificultades en el pago y, de otro, los analistas, gerentes de cuenta y entes aprobatorios en las entidades financieras con riesgos asumidos, con el objetivo de que el proceso de negociación y estudio de la viabilidad fluya de una mejor manera y sea comprendido por ambas partes.
2. Realizar una reperfilación de deuda a tiempo y en buenas condiciones permite que las empresas no lleguen a tener la necesidad de acogerse a un acuerdo como el contemplado en la ley 1116 de 2006.

3. En departamentos de crédito de grandes entidades financieras y en las tesorerías de pequeñas y medianas empresas en Colombia no se cuenta con mayor bibliografía que ilustre el proceso para realizar una óptima reestructuración o reperfilación de deuda de manera directa, sin la mediación de un juez, en un acuerdo regulado por la ley 1116 de 2006.
4. Dependiendo de la fundamentación de la reperfilación de deuda ante la Superintendencia Financiera de Colombia se puede no tener una disminución en la calificación crediticia.
5. No todas las empresas que requieran enfrentar un proceso de renegociación de sus obligaciones financieras están en capacidad de contratar los servicios de una banca de inversión o de un consultor experto en el tema, que les permita negociar en el mismo lenguaje y condiciones con los acreedores, no generar un detrimento que los lleve a una situación de liquidación o un acuerdo en los términos de la ley 1116 de 2006, o sustentar, con argumentos coherentes, que se mantenga su calificación de riesgo crediticio ante las centrales de información.
6. La base para realizar una reperfilación adecuada de las obligaciones contraídas está en la emisión de buena información financiera histórica, que permita entender la situación presentada y, a partir de la misma, realizar una proyección de los resultados en el futuro con supuestos objetivos, realistas y alcanzables, basados en estrategias y compromisos claros.

En este punto existe una dificultad en Colombia, dado que se cuenta con una alta informalidad de los reportes contables emitidos por las pequeñas y medianas empresas del país, lo que impide, en los casos en que se presente dicho fenómeno, que la realidad sea coherente con los números.

7. Del éxito en la negociación e implementación de una reperfilación de deuda depende que la compañía esté en capacidad de mantener la liquidez suficiente para continuar operando y realizar las inversiones necesarias para su evolución y sostenibilidad en el tiempo.

8. Para complementar la metodología y el tema abarcado en el presente documento es necesario profundizar en el futuro en conceptos relacionados como la dación en pago, la capitalización por parte de inversionistas de alto riesgo o el proceso de cobro jurídico, entre otros, como posibilidades en un escenario de reestructuración financiera.

9. La Maestría en Administración Financiera de la Universidad EAFIT y el curso de verano en Reestructuración de Deuda les ha permitido a los autores ampliar los conocimientos en este y otros temas y aplicarlos al presente trabajo de grado, que brinda un aporte como herramienta de consulta, tanto para el rol laboral que ellos desempeñan como para los colaboradores y clientes con los que les corresponde interactuar.

Referencias

Arias Barrera, L. C. (2012). Generalidades del régimen del crédito sindicado. Mención especial al derecho inglés. *Revista de Derecho Privado*, 22, 321 – 353.

Beleña Contreras, M. Á. (2009). Claves en la reestructuración de deuda financiera. *Estrategia Financiera*, 265, 10-14. Recuperado el 01 de noviembre de 2014, de: <http://pdfs.wke.es/0/6/6/8/pd0000050668.pdf>

Boronat Ombuena, G. J., y Ruiz Hall, D. B. (2011). Operaciones de reestructuración y refinanciación financiera. *Estrategia Financiera*, 285, 20-37. Recuperado el 01 de noviembre de 2014, de: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3679230>

Boronat Ombuena, G. J. (2011). Operaciones de reestructuración y refinanciación financiera (II). *Estrategia Financiera*, 288, 8-15. Recuperado el 01 de noviembre de 2014, de: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3759274>

Castelo Montero, M. (2003). *Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español*. Milladoiro, España: Netbiblo.

Chiriboga, L. (2003). *Diccionario técnico financiero ecuatoriano: glosario de términos financieros y bancarios*. Quito: Publigráficas Jokama.

Congreso de Colombia (2006). *Ley 1116 de 2006*. Bogotá: Congreso de Colombia. Recuperado el 28 de febrero de 2015, de: <http://www.supersociedades.gov.co/superintendencia/normatividad/leyes/Leyes/LEY%201116%20de%202006.pdf>

Díez Torca, I. (2011). *Cómo entender las finanzas de hoy*. Barcelona: Antoni Bosch.

Equipo Vértice (2011). *Contabilidad básica*. Buenos Aires: Vértice.

Horngren, C. T., Sundem, G. L., y Elliott, J. A. (2000). *Introducción a la contabilidad financiera*, 7ª ed. México: Pearson Educación.

Lacarte Garcés, M. (2012). *Banca corporativa. Los préstamos sindicados, qué son y cómo funcionan*. España: Bubok (libro electrónico).

Levy, L. H. (2004). *Rees. Reestructuración integral de las empresas como base de la supervivencia*. México: Ediciones Fiscales ISEF.

López Lubián, F. J., y De Luna Butz, W. (2012). Reestructuración financiera: lecciones prácticas. *Estrategia Financiera*, 291, 24-31. Recuperado el 8 de noviembre de 2014, de: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3823863>

Morales Díaz, J. (2013, marzo). Tratamiento contable de las operaciones de reestructuración de deuda bajo NIIF. *FAIF: Foro AECA (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas): Instrumentos financieros*. Recuperado el 22 de noviembre de 2014, de: <http://www.aeca.es/faif/articulos/comunicacion9.pdf>

Obando Montenegro, É. A. (2007). *Reestructuración administrativa y financiera para la empresa extremo software S. A.* Trabajo de grado como ingeniero empresarial. Quito: Escuela Politécnica Nacional, Facultad de Ciencias Administrativas. Recuperado el 22 de noviembre de 2014, de: <http://bibdigital.epn.edu.ec/bitstream/15000/516/1/CD-1005.pdf>

Pérez Ramírez, J. (2008, noviembre). Reestructuración y cancelación de deudas: La baja de pasivos del balance. *CISS Técnica Contable*, 25-29. Recuperado el 25 de octubre de 2014, de: http://www.elcriterio.com/seccion_articulos/tecnicacontable_jorge_perez2.pdf

Real Academia Española (2014). *Diccionario de la lengua española*, 22^a ed. Madrid: Espasa. Recuperado el 22 de abril de 2014, de: <http://lema.rae.es/drae/?val=quita>

Sáenz de Santa María, S., y Sotomayor, B. (2009). Refinanciación de empresas en crisis. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 22, 13-19. Recuperado el 25 de octubre de 2014, de: <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/2194/documento/articuloUM.pdf?id=3098>

Shuguli Gualoto, L. E. (2012). *Propuesta de una reestructuración administrativa y financiera para "Novedades Meliss"*. Trabajo de grado como ingeniera en Contabilidad y Auditoría CPA. Quito: Universidad Central del Ecuador, Carrera de Contabilidad y Auditoría. Recuperado el 25 de octubre de 2014, de: <http://www.dspace.uce.edu.ec/handle/25000/1803>

Superintendencia Financiera de Colombia (2001). *Doctrinas y conceptos financieros. Reestructuración de créditos. Concepto No. 2001057827-1*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado el 25 de octubre de 2014, de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=18669&dPrint=1>

Universidad EAFIT (s.f.). *Maestría en Administración Financiera*. Recuperado el 15 de noviembre de 2014, de: <http://www.eafit.edu.co/programas-academicos/posgrado/maestria-administracion-financiera/Paginas/inicio.aspx>

Vega Gangotena, M. L., y Mera Moreira, H. A. (2013). *Reestructuración financiera para la empresa H&P Niko Cía. Ltda., comercializadora de software, hardware, accesorios, redes, sistemas, asesoramiento y mantenimiento de productos informáticos de la ciudad del distrito metropolitano de Quito*. Trabajo de grado como ingenieros en Finanzas. Quito: Universidad Central del Ecuador, Facultad de Ciencias Económicas, Carrera de Finanzas.

Recuperado el 01 de noviembre de 2014, de:
<http://www.dspace.uce.edu.ec/handle/25000/1702>