

CÓMO AFECTARÁ AL MERCADO DE REESTRUCTURACIONES EL CASO CELSA

Durante las últimas semanas han sido muchos los comentarios en torno a la sentencia dictada por el Juzgado Mercantil nº 2 de Barcelona el 4 de septiembre de 2023, que resuelve la homologación judicial de la deuda de las sociedades del Grupo Celsa (la "**Sentencia**").

El principal mensaje que resulta de la Sentencia es de sobra conocido: los acreedores pueden sacar adelante un plan de reestructuración – sin el deudor y en contra de la voluntad de sus socios – y, por efecto de ese plan, tomar el control del capital.

Ése es el gran titular. Lo que queremos abordar aquí son sus consecuencias. La Sentencia genera desafíos y oportunidades para socios y acreedores. Trataremos aquí las perspectivas de unos y de otros.

LA POSICIÓN DEL SOCIO

La Sentencia no concede papel alguno al deudor cuando son los acreedores los que presentan un plan de reestructuración contra su voluntad. En tal caso, indica la Sentencia, la discusión se dirime entre los acreedores y los socios. Corresponde a estos últimos defender su capital.

El riesgo de pérdida del capital sólo se produce si se dan dos circunstancias: i) que la sociedad se encuentre en situación de insolvencia inminente y ii) que el capital no tenga valor (esté *out of the money*).

Empezando por este último requisito, la Sentencia demuestra que la valoración de la empresa es un terreno movedizo, en el que el deudor no puede depositar su confianza. Los socios pueden estar convencidos de que su capital tiene valor cuando la situación es radicalmente la opuesta y las valoraciones de peritos pueden diferir de forma radical en función de qué perspectiva adopten. No caben certezas al respecto.

Por otra parte, en sociedades de cierto volumen será fácil que aparezcan informes que revelen la pérdida de valor del capital; puede ser con ocasión de operaciones mercantiles (fusiones o adquisiciones), de financiaciones con garantía del ICO o, incluso, al tiempo de formular las cuentas anuales. Si la realidad es que el capital está *out of the money*, no será fácil obviarla.

Por tanto, la línea roja que deben fijar el deudor y los socios es la que resulta del segundo requisito: la insolvencia inminente. El mensaje de la Sentencia para ellos parece claro: resuelve la situación antes de alcanzar la insolvencia inminente. Si, por forzar los plazos, el deudor llega a este punto (*i.e.*, cuando el escenario de imposibilidad de atender a las obligaciones se sitúa en un

Puntos clave

- Más allá de la Sentencia Celsa: ¿cómo afectará al mercado de reestructuraciones?
- Oportunidades y desafíos para acreedores y socios de capital.
- La posición del socio
- La perspectiva del acreedor
- La búsqueda de soluciones negociadas y el papel de los asesores

plazo de tres meses), entonces los acreedores tendrán a su disposición una nueva herramienta.

Cuando hay un instrumento de deuda que representa la mayor parte del pasivo será fácil establecer el inicio de la insolvencia inminente: a tres meses de la fecha de amortización (si es un préstamo *bullet*) o a tres meses de cualquier vencimiento significativo que no se pueda atender. A partir de ahí, el deudor estaría jugando con fuego.

Para sociedades con endeudamiento de distintas clases la línea de la insolvencia inminente será difícil de dibujar. En la práctica, el deudor y sus socios harían bien en asumir una posición prudente: lo más probable será que un Juez entienda que el hecho de que se presenten vencimientos a corto plazo que el deudor no puede atender, basta para justificar ese escenario.

¿Qué puede hacer el deudor para no llegar al punto de la insolvencia inminente? Por una parte, no apurar plazos en las negociaciones (*i.e.*, empezar a trabajar antes con sus acreedores). Por otra, cerrar a tiempo acuerdos (*standstill* o *lock-up*) con una mayoría de sus acreedores. Aunque confiar en este tipo de acuerdos es delicado. En el pasado el apoyo de un porcentaje del pasivo aseguraba al deudor una minoría de bloqueo. Ahora ya no siempre es así; recientemente se han aprobado homologaciones con muy poco apoyo de pasivo y, además, el hecho de que una minoría de acreedores presente una solicitud de homologación puede hacer saltar por los aires el acuerdo por efecto de lo pactado.

LA PERSPECTIVA DEL ACREEDOR

Los temores que apuntamos desde el punto de vista del deudor se presentan como oportunidades si cambiamos la perspectiva a la de los acreedores.

En la práctica, son muy pocos los acreedores que tienen intención de acceder al capital o, siquiera, disposición a hacerlo. Los proveedores solo esperan cobrar los suministros y los prestamistas hacen sus números sobre la base de percibir intereses.

Ahora bien, cuando la situación financiera del deudor se va deteriorando, los protagonistas cambian y entran en escena acreedores que han comprado deuda a descuento. Entre ellos podría haber perfiles que tengan interés en acceder al capital (lo que es completamente legítimo). Antes, podían intentarlo a base de prestar con garantía real (en particular, con prendas sobre acciones o estructuras más complejas) pero ahora disponen de una nueva ruta por medio de la homologación.

Como hemos explicado, el arrastre del capital sólo es posible en caso de insolvencia inminente. Así, el acreedor con interés en explotar esta fórmula buscará acceder al pasivo de empresas con endeudamiento a corto plazo o, incluso, podrá ser él quien financie o refinance esa deuda. En ambos casos el objetivo será situar al deudor en el trance de repagar o negociar bajo la amenaza de perder el capital.

LA CONFLUENCIA DE LAS DOS PERSPECTIVAS Y LA BÚSQUEDA DE SOLUCIONES NEGOCIADAS

La sentencia Celsa y, sobre todo, la tramitación procesal que ha llevado a la misma (sin tener en cuenta lo que pueda venir a continuación) confirman que la toma de control de una compañía mediante la homologación exige a los acreedores un gran esfuerzo y a los deudores un enorme desgaste. En muchos casos la prolongación en el tiempo de una situación de incertidumbre como la derivada de este tipo de litigio se llevará por delante el negocio.

Los socios tienen un fuerte incentivo para alcanzar un acuerdo con los acreedores. Y, aunque un acuerdo exija a los acreedores un coste

significativo (el derivado de compartir un porcentaje residual del capital o de asumir un coste), lo normal es que les merezca la pena hacerlo para evitar males mayores.

A este respecto, parece difícil que en el futuro se repita un caso como el de Celsa. En la medida en que los socios ya saben lo que puede pasar, deberían ser más propicios a compartir el capital con los acreedores, sin necesidad de una sentencia judicial; encerrarse en su castillo hasta que un Juez venga a expulsarlos ha dejado de tener sentido. Del mismo modo, ahora que los acreedores van conociendo mejor los obstáculos y los riesgos, lo lógico es que adopten un enfoque realista. El valor de la Sentencia radica, en gran medida, en el precedente que establece, como aviso a navegantes.

Ahora bien, toda negociación exige un análisis riguroso del escenario, por ambas partes. El acuerdo será imposible tanto si los socios edulcoran la situación financiera, negando las armas de las que disponen los acreedores, como si los estos últimos piensan que la toma de control va a ser un camino de rosas.

El papel de asesores legales y financieros que sitúen a socios y acreedores delante de la realidad será fundamental para que las expectativas de unos y otros puedan alinearse.

CONTACTOS



Iñigo Villoria
Socio

T +34 91 590 9403
E inigo.villoria
@cliffordchance.com



Felipe Font
Counsel

T +34 91 590 7567
E felipe.font
@cliffordchance.com



Laura del Campo
Abogada

T +34 91 590 9479
E laura.delcampo
@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, Paseo de la Castellana 110,
28046 Madrid, Spain

© Clifford Chance 2023

Clifford Chance, S.L.P.

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •
Brussels • Bucharest • Casablanca • Delhi •
Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong •
Houston • Istanbul • London • Luxembourg •
Madrid • Milan • Munich • Newcastle • New
York • Paris • Perth • Prague • Riyadh • Rome
• São Paulo • Shanghai • Singapore • Sydney
• Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

AS&H Clifford Chance, a joint venture entered
into by Clifford Chance LLP.

Clifford Chance has a best friends relationship
with Redcliffe Partners in Ukraine.