



**Universidad
Zaragoza**

Trabajo Fin de Master

La refinanciación de empresas en sede concursal
The refinancing of companies in insolvency

Autor/es

Miriam Muro García

Director/es

Julián González Pascual

Facultad de Economía y Empresa/ Departamento de Contabilidad y Finanzas
2017

ÍNDICE:

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 4 |
| 2. LA REFINANCIACIÓN..... | 9 |
| 2.1. QUÉ ES REFINANCIACIÓN | 9 |
| 2.2. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA REFINANCIACION PARA LAS EMPRESAS | 12 |
| 2.3 CUANDO SE UTILIZA Y COMO SE HA VENIDO UTILIZANDO | 13 |
| 3. TIPOS DE ACUERDOS DE REFINANCIACION | 15 |
| 4. PERSPECTIVA FINANCIERA | 17 |
| 5. PROCESO DE ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN..... | 18 |
| 6. LOS ACUERDOS DE REFINANCIACION Y LA REINTEGRACION | 21 |
| 6.1 LA REINTEGRACION..... | 21 |
| 6.2 ACUERDOS DE REFINANCIACION PROTEGIDO | 22 |
| 7. ANALISIS EMPIRICO..... | 24 |
| 8. CONCLUSIONES GENERALES | 41 |
| BIBLIOGRAFÍA | 43 |
| WEB- BIBLIOGRAFIA..... | 43 |
| ANEXO | |

Resumen

El proceso de refinanciación en sede concursal, también conocida como la segunda oportunidad, es una herramienta utilizada por las grandes empresas antes una situación de insolvencia, con la intención de evitar entrar en concurso de acreedores. Para entender un acuerdo de refinanciación, debemos saber que nace en un momento financiero difícil.

Existen varios tipos de acuerdos de refinanciación, neutros, normales y homologados. Siendo estos últimos los de más interés, por sus especiales efectos. Un acuerdo es un proceso en el que se van llevando a cabo una serie de acciones, con la única finalidad de alcanzar un pacto que mejore la situación actual y futura de la compañía.

Para poder ver porque razón una empresa decide plantear un acuerdo de refinanciación, y en qué circunstancias económicas y financieras llega la sociedad a ese momento, analizaremos detalladamente, el caso concreto de estas cinco empresas: Reyal Urbis, Isolux, Grifols, Abengoa y Panrico.

Abstract

The process of refinancing in bankruptcy, also known as the second opportunity, is tools used by large companies before a situation of insolvency, with the intention of avoid entering into a competition of creditors. To understand a refinancing agreement, we must know that it is born at a difficult financial time.

There are several types of refinancing agreements, neutral, standard and approved. The latter being those of more interest, for their special effects. An agreement is a process in which a series of actions are carried out, with the sole aim of reaching a pact that improves the current and future situation of the company.

In order to see why a company decides to set up a refinancing agreement, and under what economic and financial circumstances the company arrives at that moment, we will analyze in detail the specific case of these five companies: Reyal Urbis, Isolux, Grifols, Abengoa and Panrico.

1. INTRODUCCIÓN

La situación económica actual, no tiene mucho que ver con la situación en España hace nueve años. Ese es el tiempo que ha pasado desde que en julio de 2008 el presidente de nuestro país, José Luis Rodríguez Zapatero, empleara la palabra crisis para catalogar la situación económica de ese momento. Tan solo un mes más tarde, el gobierno aprobaba una serie de medidas económicas de choque contra la crisis. Como preámbulo a lo que posteriormente sucedería, o como primera consecuencia de lo que ya estaba sucediendo en nuestro país, la bolsa se pronunciaba dejándose en el parque madrileño, un 8.16% el veintidós de octubre, siendo la mayor caída del año. A pesar de las distintas medidas de fomento del empleo y dinamización de la economía propuestas, la economía española, en 2008 entra en recesión.

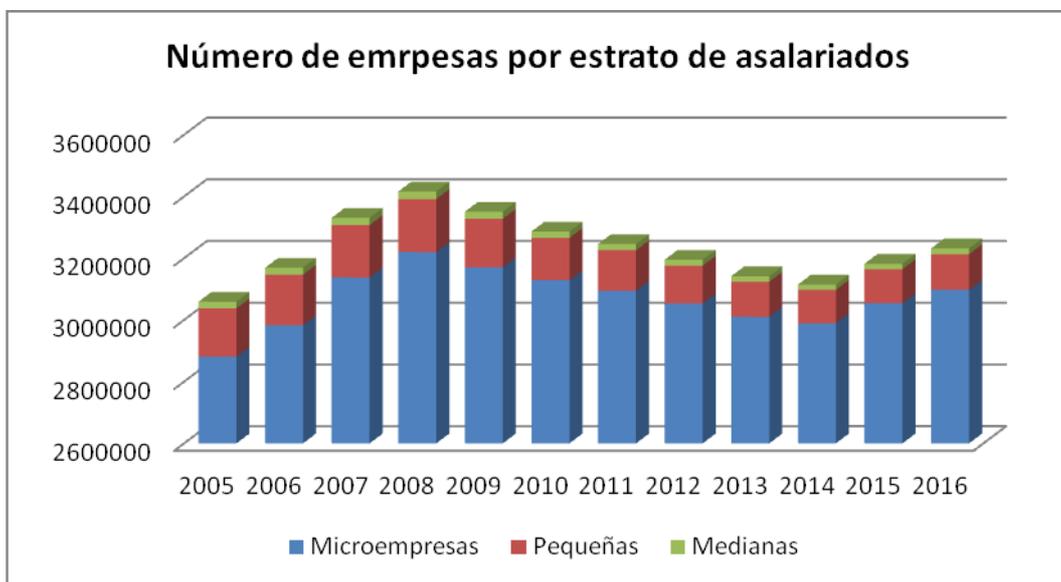
En el año 2009, veíamos como nuestro sólido sistema financiero, comenzaba a dar signos de flaqueza, y se comienzan a intervenir distintas cajas, debido a ello, el gobierno crea el FROB. Además, uno de los índices más importantes de las economías occidentales, el IPC, marca un histórico, la primera tasa negativa, -0.1%.

En el año 2010, la bolsa española vuelve a protagonizar una dura caída, dejándose 5.94% el 4 de mayo, experimentando las mayores caídas de cotización OHL y Ferrovial, debido a la percepción que la UE y el FMI tienen sobre el riesgo de inversión y la economía en nuestro país. Mientras, el sistema financiero, sigue con una dura reestructuración, algunas cajas son intervenidas, como Caja Sur.

El año 2011 y 2012 no son mucho más esperanzadores, se comienzan a tomar medidas muy duras y restrictivas de gasto, las comunidades autónomas expresan su difícil situación, pidiendo rescate al estado. Y aunque durante el año 2012 la prima de riesgo española marcaba máximos históricos, a mediados de año, esa presión comienza a bajar.

Finalmente, a finales del año 2013, el Banco de España, da por finalizada la situación de recesión económica. Mientras que, desde Europa, llegan buenas noticias, la confianza en la economía española comienza a crecer y afirma que el sistema financiero vuelve a ser fuerte. Aunque advierte que no se debe relajar la toma y puesta en marcha de medidas que mejoren y estabilicen la situación actual.

Los diversos cambios introducidos en nuestra economía, como la creación del FROB, los recortes en la economía pública, o las distintas medidas para dinamizar la economía, hicieron que nuestro país se adaptara a la realidad actual a la que se enfrentaba. Las pequeñas y medianas empresas de nuestro país, eran las que tiraban del robusto tejido empresarial español, que también se vio afectado durante los años de recesión económica. Hasta el año 2008, el número de empresas crece en nuestro país, mientras que, en la época de recesión, en periodo comprendido entre 2008 y 2014, el número de empresas en nuestro país cae. Finalmente vemos como en el periodo de recuperación el número de empresas se incrementa (2015 y 2016) tal como puede verse en el gráfico.



Fuente: Elaboración propia a partir datos INE

Gráfico 1: Número de empresas por estrato de asalariados.

Con el gráfico anterior, vemos como las microempresas son las más numerosas en nuestro país, seguido de las pequeñas empresas, y por último encontramos las grandes empresas. A pesar de esta clasificación, las grandes empresas de nuestro país con las empresas que más contribuyen al PIB y al empleo.

Otro aspecto que podemos ver en el cuadro 1, y que se ve afectado, es el número de empresas en situación concursal, que como vemos crece considerablemente:

| Año | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nacional | 4.754 | 5.746 | 7.280 | 9.937 | 9.071 | 6.863 | 5.962 | 6.197 | 3.298 | 1.147 |

Fuente: INE

Cuadro 1: Número de empresas en sede concursal

Como podemos observar, el número de empresas en situación concursal llegó a multiplicarse por 5 durante los peores años de la crisis, siendo el dato más alto en el año 2013. La mejoría que experimenta la economía se refleja en el descenso prolongado del número de empresas concursadas durante los años 2014, 2015, y 2016. Esto puede deberse a que quedaban en el mercado solo las empresas más fuertes y solventes y a que comenzaban a dar sus frutos las distintas medidas económicas y mercantiles emprendidas, como la regulación de la refinanciación, y la aparición de figuras como el acuerdo extrajudicial de pagos. Bien es cierto que, de las empresas concursadas en 2012, el 23,8% tenían una antigüedad superior a veinte años, y por tanto eran las más vulnerables a los cambios.

Las empresas insolventes buscan una solución y parte de la solución financiera la encuentran en la refinanciación.

Con el trabajo que se desarrolla a continuación, vamos a ver cómo de importante ha sido la aparición de los acuerdos de refinanciación para las empresas en nuestro país. El descenso en el número de empresas que entran en fase de liquidación es considerable y por ello estudiaremos la segunda oportunidad que tienen las sociedades cuando presentan problemas de insolvencia. Gracias a la refinanciación, muchas son las empresas que no han tenido que echar el cierre, y por ello, nuestro robusto sistema empresarial no se ha visto alterado en gran medida, a pesar de la crisis económica.

Este aspecto ha sido tratado por otros autores como:

Juana Pulgar Ezquerro, catedrático de derecho mercantil lleva a cabo un estudio por título “Reestructuración empresarial y potenciación de los acuerdos homologados de refinanciación” en el año 2015.

María Marcos González, lleva a cabo un estudio por título “La reforma concursal española ante la crisis económica” en el año 2010, en el marco de la universidad de Alcalá.

Javier Díaz-Gálvez de la Cámara, Luis Martín Bernardo y Jaime Espejo Valdelomar, elaboraron un artículo de título “Los acuerdos de refinanciación según la disposición

adicional cuarta de la Ley Concursal” publicada en “Revista Española de Capital Riesgo” número 4 en el año 2009.

Irene Deus Bouzas, lleva a cabo un estudio por título “Plan de viabilidad empresarial en el marco de un acuerdo de refinanciación y reestructuración de la deuda” en el marco de la Universidad de Coruña, en el año 2016.

Metodología

Con el siguiente trabajo, lo que queremos resaltar, es la importancia que tiene la segunda oportunidad para las grandes empresas. Para ello comenzaremos viendo en que momento surge, cuáles son las convulsas circunstancias financieras en las que nacen los acuerdos de refinanciación como hoy en día los conocemos, es decir, tras las últimas reformas, y los tipos de acuerdos que podemos encontrar.

A continuación, analizaremos como es un proceso de refinanciación estándar. Para posteriormente pasar a analizar, cinco acuerdos de refinanciación reales de empresas de distintos sectores, castigados por la crisis económica y la diferente forma de afrontar la situación, y comprobar si la introducción de distintas medidas, les ha llevado a mejorar su insolvencia.

Todo ello lo analizaremos desde un punto de vista financiero, ya que nuestra intención no es llevar a cabo un análisis de la normativa vigente en materia concursal, sino observar la situación que les lleva a las empresas a iniciar un proceso de refinanciación, y en qué posición quedan posteriormente, tras haber negociado su pasivo.

Este análisis nos permitirá observar, si las empresas que llevan a cabo la refinanciación de su pasivo, consiguen solventar su situación, y volver a ser empresas con cierta solvencia financiera y con capacidad de pago.

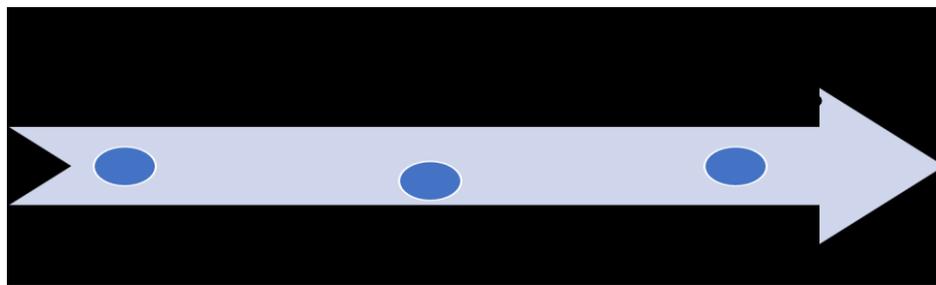
2. LA REFINANCIACIÓN

2.1. QUÉ ES REFINANCIACIÓN

Un acuerdo de refinanciación, puede definirse como el pacto del deudor con los acreedores cuyo principal objetivo es el conseguir que la empresa deudora siga con su actividad mejorando su posición financiera y procurando que ésta pague la cantidad total de la deuda contraída o un gran porcentaje.

Así pues, la refinanciación es el medio que utilizan muchas empresas a la hora de reestructurar la deuda con la intención de mejorar su situación financiera ante una situación de falta de liquidez. Mientras que para las empresas que presentan insolvencia y esta obligada a solicitar el concurso, es un mecanismo para evitar enfrentarse a un proceso concursal. En este último tipo de empresas, es muy importante iniciar negociaciones con los acreedores desde el momento en el que se tiene constancia de que se está ante una situación de insolvencia, ya que de esta forma el periodo de dos meses para solicitar obligatoriamente el concurso, se paraliza.

El objetivo de los acuerdos de refinanciación, es garantizar la continuidad de las empresas, pero no a cualquier precio, preservando los derechos de los acreedores y proveedores.



Fuente: elaboración propia a partir de apuntes asignatura análisis de estados financieros
Gráfico 2: Esquema conocimiento situación de insolvencia solicitud concurso

Durante el periodo de negociación, el empresario no debe de cesar la actividad normal de la empresa, pero para que los acreedores pacten con la empresa, previamente se ha

debido de realizar un análisis detallado de la situación actual de la empresa, situación patrimonial, financiera, legal, y esta será estudiada por auditores, abogados y contables, que respalden la decisión de refinanciación. Las ideas para alcanzar el acuerdo deben ir acompañadas de avales y una vez alcanzado el acuerdo, son los acreedores, como las entidades financieras, los encargados de corroborar el cumplimiento del acuerdo por parte del deudor.

El acuerdo de refinanciación, es el fruto de largas y complejas negociaciones entre el deudor y los acreedores, a su vez debe caracterizarse por ser un convenio flexible a nuevas ideas o modificaciones en los acuerdos establecidos.

Aunque los acuerdos están adaptados a las circunstancias y acontecimientos que caracterizan a las empresas, la gran mayoría de los acuerdos se asienta en los siguientes pilares de negociación:

- Modificación de los plazos de pago de la deuda.
- Modificación de la cuantía de la deuda y de los intereses. Incluye también la condonación de la deuda.
- Modificación de los tipos de interés
- Aportación de nueva liquidez, mediante la concesión de nuevos créditos o la ampliación de los ya existentes
- Expedientes de regulación de empleo

Con la finalidad de que las empresas en situación de insolvencia, entraran en concurso obligatorio, en 2014, el gobierno aprueba el Real Decreto-ley 4/2014, del 7 de marzo, una serie de reformas que estaban destinadas a esas empresas que a pesar de estar en una situación de gran endeudamiento podían seguir trabajando y manteniendo el empleo.

El objetivo de la regulación del proceso de refinanciación dentro de la normativa concursal era reducir el número de empresas concursadas, es decir que aquellas empresas que presentaban problemas de insolvencia, no tendrían como única solución,

la solicitud de concurso de forma obligatoria. De esta forma, surge la segunda oportunidad, una medida para que aquellas empresas que conociesen su situación de dificultad financiera, iniciaran procesos de negociación con sus acreedores, para mejorar su estructura financiera y evitar el concurso si son capaces las sociedades de solventar la situación de insolvencia.

No todos los procesos de refinanciación son similares; con carácter general podemos destacar las siguientes etapas:

1. Elaboración de un plan de viabilidad que recoge el plan de negocio, detalle de la deuda financiera que va a ser objeto de refinanciación, medidas a llevar a cabo de manera paralela a la operación de refinanciación.
2. Listado de propuestas de refinanciación consultadas con las entidades financieras. En esta etapa se incluye un análisis de la deuda, los instrumentos financieros previstos de ser utilizados.
3. Etapa de negociación con las sucursales. En este proceso se desarrollan las negociaciones.
4. Elaboración de un documento donde se recogen los acuerdos alcanzados entre la empresa y las entidades bancarias.
5. Y finalmente se redacta un contrato definitivo con el acuerdo o acuerdos alcanzados de refinanciación y reestructuración de deuda.

En un intento de facilitar la situación empresarial en el ámbito impositivo, en ese mismo año, el 2014, el ministerio de Hacienda aboga por la quita de impuestos vinculados con la refinanciación. Hasta la puesta en marcha de esta medida las empresas debían pagar impuestos por la parte de la deuda que les había sido quitada, es decir, la quita de deuda computaba para las empresas como un beneficio.

Esta medida era complementaria a otras ya existentes donde se permitía la compensación de bases imponibles negativas de años anteriores con beneficios futuros sin límite.

2.2. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA REFINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS

La creación de la segunda oportunidad ha resultado muy útil para solventar los problemas de liquidez de las empresas en el momento actual, por ello a continuación, presentamos algunas de las principales ventajas que conlleva recurrir a la refinanciación de pasivo:

- La negociación de los plazos, implica que la cuota en concepto de préstamo que se paga cada mes, será menor, lo que aporta mayor liquidez a la empresa, pero el montante final a pagar no.
- Con la negociación de los plazos, lo que conseguimos también, es adaptar los plazos de amortización a las exigencias presentes del empresario.
- En el periodo de refinanciación, cabe la posibilidad de aunar las deudas que se hayan contraído, por tanto, solo se realizara un único pago cada mes.
- En la liquidación de las deudas, cabe la posibilidad que se haya incluido cierta cantidad de dinero líquida, que favorece el estado actual de liquidez del empresario.

Apostar por la refinanciación, es una posibilidad que todas las empresas tienen, y que es aconsejable antes de optar por solicitar el concurso. Esta etapa tiene inconvenientes como que a pesar de que la empresa está pasando por una difícil situación sigue pagando los intereses y comisiones asociados a la deuda, y existe la posibilidad de que los acreedores interpongan demandas a la empresa por impago; además, las entidades bancarias pueden solicitar garantías personales adicionales de los socios. Algunos inconvenientes surgidos de los acuerdos de refinanciación son:

- Con la negociación de la deuda, puede surgir un aumento del plazo de devolución y con ello un incremento de los intereses y también de las comisiones
- Surge riesgo de impago, por tanto, las entidades financieras, por tanto, nuestra capacidad de negociación disminuirá, cuando nuestra capacidad de pago disminuya.

- Ante una situación mucho más debilitada en la entidad, pueden surgir intereses y comisiones abusivas debido a nuestra debilitada situación y a nuestro perfil financiero bajo.

Aunque también cuenta con razones a favor como que la refinanciación es un acuerdo entre la empresa y los acreedores, más flexible y privado que el concurso. Pero sin duda, la mayor ventaja que encontramos en el hecho de iniciar un acuerdo de refinanciación con los acreedores, es la paralización de la solicitud obligatoria de concurso.

2.3 CUANDO SE UTILIZA Y COMO SE HA VENIDO UTILIZANDO

La dificultad económico financiera que atravesaba la economía española, traía consecuencias negativas, como que cada vez era mayor el número de empresas que solicitaban concurso de acreedores. Ante esta situación, la solución que se tomó fue la creación de figuras previas al proceso concursal, como el proceso de acuerdos de refinanciación o los acuerdos extrajudicial de pagos, por la Ley 14/2013 de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Diecisiete han sido las modificaciones que se han introducido, algunas tan importantes como la Ley 25/2015, de mecanismo de segunda oportunidad.

Y es que España, hasta el año 2003 se regía por una norma muy antigua, desfasada para los tiempos y circunstancias empresariales. Ahora bien, la legislación siempre ha ido un paso por detrás, ya que se tiende a cambiar la normativa, una vez que han sucedido distintos hechos con graves consecuencias. Esto lo podemos observar en que las medidas más actuales en materia concursal se han aprobado durante los años 2014 y 2015, mientras que el mayor número de empresas concursadas se registra en el año 2012 y 2013.

Precisamente es en el año 2014, cuando se aprueba la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, ley que introduce una serie de medidas en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda. Aprobada con la finalidad de introducir la refinanciación

en la fase de pre concurso. Por parte de la administración se sigue trabajando en esta materia, y en el año 2015, se aprueba la ley 9/2015, del 25 de mayo, en la que se introducen medidas en materia de refinanciación en la fase de convenio. En este mismo año, se aprueba la ley 25/2015, de 28 de julio, donde se aprueba el mecanismo de segunda oportunidad, reducción de la carga financiera y otras. Esta ley aboga por mejorar las condiciones de segunda oportunidad introducidas por la ley 14/2013, esta medida es muy importante ya que es la que introduce la posibilidad de segunda oportunidad para personas físicas.

Todos estos cambios en la legislación española, son fruto de las consecuencias traídas por la crisis económica a partir del año 2008. La ley de instrumentos pre concursales, y más en concreto la refinanciación, trata de que los acuerdos que se alcancen en ese marco puedan ser vinculantes, y a través de la homologación judicial. La aprobación de este Real Decreto Ley 4/2014, se aprobaron medidas de refinanciación y reestructuración de pasivo. La aprobación nace con la intención de dar una segunda oportunidad a empresas viables pero que presentan dificultades financieras. Es decir, este tipo de empresas son incapaces de generar un flujo de explotación suficiente, capaz de asumir el flujo de caja de financiación, por tanto, no gozan de la liquidez necesaria.

El objetivo de la aprobación del Real Decreto 4/2014, era la creación de una segunda oportunidad, que redujese el número de empresas que iniciaban procesos concursales, es decir, que las empresas que presentan situaciones de insolvencia, mejorasen su situación, y finalmente no tuvieran que solicitar el concurso.

3. TIPOS DE ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN

Los acuerdos de refinanciación son iniciativas del deudor. Ante una difícil situación financiera, es recomendable que las empresas lleguen a un acuerdo, antes de que los acreedores y proveedores puedan iniciar acciones legales en contra del empresario y la sociedad. A continuación, se realiza una clasificación de los acuerdos de refinanciación, en función de la trascendencia o efecto que tienen en el proceso concursal.

- **Acuerdos neutros.** Este tipo de acuerdos son aquellos que no tienen ningún efecto concursal. Se entiende por acuerdos neutros, por tanto, los acuerdos que no son homologados judicialmente ni aquellos que carecen de homologación. Por tanto, son acuerdos privados que el deudor establece con sus acreedores.

- **Acuerdos de refinanciación normales.** Son acuerdos protegibles, y para que estos acuerdos no fuesen rescindibles, debían cumplir los siguientes requisitos:
 - Al menos 3/5 de los acreedores deben respaldar el acuerdo de refinanciación, en el momento en que se adopta el acuerdo.
 - Se deberá emitir un certificado de cuentas del deudor sobre su posición de pasivo, por la que se adopta el acuerdo. El certificado deberá ser emitido por un auditor, bien sea el que actualmente trabaja para la empresa o en caso de carecer, uno nombrado por el registro mercantil.
 - El acuerdo ha de elevarse a instrumento público, junto con el acuerdo se entregaran una serie de documento que justifiquen la adopción de un plan de refinanciación para la empresa.

- **Acuerdos homologados** judicialmente. Ampara aquellos acuerdos, también protegibles, y que “no podrán ser objeto de acciones de rescisión” según dicta la disposición adicional 4º del Real Decreto Ley 4/2014 del 7 de marzo.

La característica fundamental de los acuerdos de homologación, es que bajo ciertas condiciones, el acuerdo alcanzado con uno o varios acreedores, puede extrapolarse a otros acreedores financieros.

Para proceder a la homologación de un acuerdo de refinanciación, este, debe cumplir los siguientes requisitos:

1. Serán objeto de homologación, aquellos acuerdos que hayan sido suscritos por el 51% de los acreedores financieros. Estos acuerdos no podrán ser objeto de rescisión. Para esta mayoría, del 51% no se tendrán en cuenta los pasivos pertenecientes a personas especialmente vinculadas con la empresa. Quedaran también excluidos los acreedores comerciales y los acreedores de deuda de derecho público.
2. La garantía real, según la disposición adicional 4ª, será el valor de la garantía real de cada acreedor, menos nueve decimos del valor razonable del bien que constituye la garantía, las deudas que gocen de garantía.
3. Los acreedores financieros que no hayan suscrito el acuerdo o que se hayan mostrado disconformes, y cuyos créditos no gocen de garantía real, se extenderá la homologación si:
 - El acuerdo ha sido suscrito por el 60% del pasivo financiero; las esperas y los intereses con plazos no superiores a 5 años.
4. El juez de lo mercantil es quien tiene competencia para declarar homologado el acuerdo de refinanciación.
5. El juez de lo mercantil, declarará homologado el acuerdo siempre que se cumplan los requisitos del apartado 1.
6. Podrán impugnar la homologación, los acreedores financieros afectados que no se hayan suscrito al acuerdo, o que estén disconformes, en el plazo de los 15 días siguientes a la publicación en el BOE.
7. Los efectos de la homologación, se producen desde el día siguiente de la publicación en el BOE. Los efectos son, la posibilidad de expandir el acuerdo establecido con uno o varios acreedores a más.
8. En el periodo de ejecución del acuerdo, el juez puede cancelar los embargos sobre las deudas afectadas por el acuerdo.
9. En caso de incumplimiento por parte del deudor del acuerdo de refinanciación, los acreedores podrán solicitar ante el juez la declaración de incumplimiento del acuerdo.
10. Solo se podrá solicitar una sola homologación sobre los acuerdos que establezca el deudor.

4. PERSPECTIVA FINANCIERA

Este trabajo se ha desarrollado desde el departamento de contabilidad de la universidad de Zaragoza, y como tal, hemos pretendido hacerlo con una visión financiera, aunque nos apoyaremos en todo momento en la legislación mercantil que lo regula.

Un acuerdo de refinanciación, se produce cuando una empresa presenta una situación de insolvencia, es decir con unos recursos insuficientes con los que no puede hacer frente a sus deudas a corto, medio y largo plazo. En esta situación, inicia un proceso de negociación sobre su deuda, ya que se encuentra en una situación de desequilibrio financiero. ¿Pero, cuando una empresa es insolvente desde una perspectiva financiera según la ley concursal? El artículo 4.2 de la Ley Concursal establece una serie de supuestos objetivos de insolvencia:

- Cuando se incumplan las normas de pago, ya sea de forma completa, no como un hecho puntual.
- Cuando existan órdenes de embargo sobre el patrimonio de la empresa, con ejecuciones pendientes.
- Cuando se lleve a cabo una liquidación de los bienes de la empresa, de forma rápida.
- Cuando se incumplan durante mas de tres meses los pagos tributarios o a la seguridad social

Si ante tal situación, la empresa no puede hacer frente a los pasivos mas a corto plazo, y la empresa, debe comunicarlos a los acreedores, y explicar su intención de aplicar medidas para resolver la situación lo antes posible y hacer frente a sus obligaciones de pago lo antes posible.

Para mejorar esta situación, la empresa lo puede abordar desde estos dos puntos:

- ✓ Activo: a través de la des- inversión. Con una modificación del activo, podremos conseguir una reestructuración financiera exitosa. O generando cash flow, es decir incrementando los flujos de tesorería.
- ✓ O través de la negociación de su pasivo. Cambiando la situación de la deuda actual, generando nueva deuda, o transformándola en capital.

Ambas pueden ser validas, y pueden ser combinadas por las empresas para recuperar el grado de solvencia. Con todo esto, la presentación de un nuevo calendario de amortización, modificando las exigencias financieras, la empresa consigue una reestructuración de deuda.

5. PROCESO DE ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN

El proceso de un acuerdo de refinanciación, no está preestablecido para todas las empresas que inician un proceso de este tipo, pero sí que la mayoría de las sociedades atraviesan las siguientes etapas que a continuación se describen:



Fuente: elaboración propia a partir apuntes asignatura análisis de estados financieros

Gráfico 3: Proceso acuerdo de refinanciación

- 1) Diagnosticar la situación. Es la primera etapa y una de las más importantes, ya que será fundamental, el momento en el que la empresa reconoce su situación de insolvencia. Ya que una vez que se conoce esta situación por parte de la empresa, se abre un periodo de dos meses, para solicitar el concurso de acreedores. Mientras que si en ese periodo, se inician las negociaciones con los acreedores, el periodo de dos meses para la solicitud de un proceso concursal, queda bloqueado. El momento en el que la empresa ve necesaria una reestructuración financiera, es importante, pero, ¿cuándo es necesaria?

- I. Situación de iliquidez, a consecuencia de un decremento de los ingresos y o un incremento de los costes. Con esta situación, a la empresa se le plantea la incapacidad de hacer frente a sus compromisos operativos y financieros cortoplacistas.

- II. Una depreciación del valor de mercado de los activos, con las consecuencias financieras que ello conlleva sobre los productos financieros que pueden existir sobre esos activos.

Se inicia así, un periodo de reestructuración de pasivo.

- 2) Plan de negocio/ viabilidad. El objetivo de crear un plan de viabilidad, es plasmar en un documento, el proyecto de futuro de la empresa. No existe un plan de negocio modelo, pero en la mayoría de los planes de negocio, podemos incluir un resumen ejecutivo, presentación del nuevo proyecto, estudio de mercado, estrategias comerciales a seguir, plan de producción y recursos humanos, un plan de viabilidad económico y financiero en el que se incluyan todos los pasivos de la compañía, y un análisis detallado DAFO.

El plan de negocio nos sirve para identificar y describir de manera pormenorizada el proyecto de negocio de nuestra empresa. En este documento debemos incluir un análisis técnico (si se puede realizar o no el proyecto), análisis comercial, (proyecto de venta de productos de la empresa en los mercados actuales y posibles mercados futuros), y un análisis financiero (determinando si el proyecto puede ser rentable). Y, por último, se deberá explicar cómo la empresa va a desarrollar el proyecto, por tanto, deberá planificar una estrategia.

- 3) Estructuración de la operación.

El objetivo de esta etapa es planificar la refinanciación, se barajarán distintas posibilidades de inyección de dinero, de reestructuración financiera, e incluso nuevas fuentes de financiación.

Con la reestructuración del pasivo, lo que se quiere conseguir es adoptar un acuerdo privado, con la intención de conseguir que el negocio sea rentable, es decir, conseguir que el valor de la operación tras el proceso de reestructuración de mayor que el valor de la empresa para la liquidación.

¿Qué acuerdos puede alcanzar la empresa para llevar a cabo una reestructuración de deuda?

- Nuevos plazos de vencimiento, así como la negociación del coste de la deuda, aprovechando los tipos de interés bajos.
 - Transformación de deuda en capital de la empresa, convirtiendo a los acreedores en accionistas de la empresa. Esta forma resulta útil cuando existe un endeudamiento elevado.
 - División del negocio, sobre todo la separación del negocio o empresa que más pérdidas genera o situaciones de dificultad genera a la compañía.
 - Plantear la inyección de dinero para hacer frente al exigible a corto y medio plazo. Elaborar un plan de negocio en el que se establezca la política a seguir en los costes operativos, y la política de inversión.
- 4) Búsqueda de financiación. Para que la empresa alcance sus nuevas metas, es necesario que se barajen todas las posibilidades de financiación que encontramos en el mercado, como la deuda bancaria, deuda subordinada o los instrumentos híbridos entre otros. Cuando estamos ante una situación de refinanciación, no solo tenemos que tener en cuenta los acreedores financieros actuales, sino también debemos tener en cuenta otros nuevos. También debemos barajar la posibilidad de recurrir a las novaciones y daciones en pago.
- 5) Presentación propuesta de refinanciación. El siguiente paso es preparar un plan para exponer los motivos por los que la empresa necesita renegociar la deuda, explicar la situación actual y la proyección de negocio que esperamos de la compañía, a los acreedores financieros actuales y los posibles.
- 6) Negociación. No todos los acreedores financieros estarán de acuerdo con nuestras medidas, y ellos nos expondrán sus ideas y propuestas de negociación y rebatirán nuestro plan de refinanciación. La intención de la negociación de reestructurar la mayor parte del pasivo y a unas condiciones, que vuelvan a nuestra empresa viable y competitiva en el mercado.
- 7) Nueva estructura. A partir de la firma o firmas de reestructuración, la empresa se enfrenta a nueva estructura y unas nuevas condiciones que deberá cumplir. La

nueva estructura aporta mayor liquidez a la compañía, y una situación de menor insolvencia. Tan importante es para una compañía la cantidad de endeudamiento como la calidad de esa deuda.

6. LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN Y LA REINTEGRACIÓN

6.1 LA REINTEGRACIÓN

La ley concursal de 2003, ya regulaba la reintegración. El objetivo de las acciones de reintegración era la de anular cualquier negociación que se haya establecido en cuanto al patrimonio de la empresa.¹ Por tanto, podrán ser objeto de reintegración, aquellos actos realizados por el deudor que dañen con carácter patrimonial la masa activa.

Cuando finalmente, la empresa se declara en concurso, cabe la posibilidad de que determinadas operaciones llevadas a cabo dentro del acuerdo de refinanciación, sean anuladas mediante la reintegración. Es decir, volver a la situación y circunstancias en la que se encontraban los activos y pasivos, momento antes de la negociación de los acuerdos de refinanciación.

Existen dos requisitos imprescindibles para declarar nulos este tipo de acuerdos, siempre y cuando en estos acuerdos haya intervenido de alguna manera el deudor, y son:

- Actos sobre activos y pasivos, que se hayan llevado a cabo en los dos años previos a la fecha de declaración de situación concursal
- Estos actos, deben perjudicar la masa activa.

Dentro de la ley concursal, se han establecido una serie de actos anulables, con el fin de determinar que actos son susceptibles de ser eliminados. En el artículo 71.2: *“El perjuicio patrimonial se presume, sin admitir prueba en contrario, cuando se trate de*

¹ “las acciones de reintegración son instrumentos esenciales para la satisfacción de los intereses de los acreedores, que constituye la finalidad primordial del concurso. Mediante tales acciones se busca restaurar la integridad del patrimonio del deudor, que debe garantizar la satisfacción de los créditos, así como salvaguardar la par condicio creditorum”

actos de disposición a título gratuito, salvo las liberalidades de uso, y de pagos u otros actos de extinción de obligaciones cuyo vencimiento fuere posterior a la declaración del concurso, excepto si contasen con garantía real, en cuyo caso se aplicará lo previsto en el apartado siguiente.”

Entre los actos rescindibles están algunos de los propios de la refinanciación como cancelar anticipadamente una deuda, propio de algunos actos de refinanciación.

Fuera de estos acuerdos que marca la normativa, cualquier acto que se desee eliminar, se deberá probar el perjuicio patrimonial que este tiene en el deudor.

El objetivo que se busca con la reintegración es volver a la masa patrimonial aquellos activos que salieron, con la finalidad de poder hacer frente a los pagos a los acreedores. Los efectos de la reintegración son distintos, dependiendo de la actitud que haya tomado el deudor:

- Si ha actuado de buena fe, el acreedor devolverá el bien relacionado con el acto impugnado, incluidos beneficios e intereses. Y así el crédito es considerado contra la masa. Los gastos relacionados con la devolución del bien, son a cargo del deudor.
- Ahora bien, si el deudor no actúa de buena fe, el bien es igualmente devuelto, pero el crédito es considerado como subordinado. La probabilidad de que no cobre nada de la deuda es muy alta, además de que es el acreedor quien correrá con la valoración de los daños sobre la masa patrimonial.

Las acciones de reintegración son recogidas en los artículos 71 a 73 de la ley concursal.

6.2 ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN PROTEGIDO

La legislación mercantil del año 2003, marcaba que alguno de los actos que implica la refinanciación eran rescindibles, pero con la aprobación del Real Decreto ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, se introdujeron modificación en los acuerdos de refinanciación.

Una de las medidas que se introducen en 2014, es la doble protección de los acuerdos de refinanciación:

- Desde el momento en el que la empresa conoce la situación de insolvencia, se abre un periodo de dos en el que la empresa tiene la obligación de solicitar concurso. Con la reforma introducida en el año 2014, la obligación de solicitud de concurso queda bloqueada si la empresa establece negociaciones con los acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación, que le haga ser de nuevo solvente.
- Otras de las medidas de protección que se establecen, es la protección de los acuerdos de refinanciación ante acciones de rescisión, estableciéndose expresamente que no será rescindible.

Para proteger los acuerdos de refinanciación, estos deben cumplir una serie de requisitos, como son:

- ✓ El acuerdo debe ser apoyado por al menos tres quintos de los acreedores.
- ✓ Debe presentarse un plan de viabilidad, que asegure la continuidad de la empresa a medio plazo.
- ✓ El acuerdo debe ser formalizado y elevado a escritura pública.

La principal consecuencia que trae la protección de acuerdo es que la acción rescisoria solo podrá fundarse en el incumplimiento de los requisitos exigidos para cada tipo de acuerdo, y además deberá estar aprobada por la administración concursal. Como se aclara en el Real Decreto- ley 4/2014, los acuerdos de refinanciación protegidos no se someterán a las presunciones de perjuicio patrimonial para la masa activa.

7. ANÁLISIS EMPÍRICO

Con el siguiente análisis empírico, hemos estudiado la situación de varias empresas que han atravesado por fase pre-concursal, para observar si tras haber tomado diversas medidas en el acuerdo de refinanciación, has conseguido no acudir al concurso. Queremos estudiar en que situación llegan las empresas a establecer acuerdos de refinanciación con los acreedores, y si tras las negociaciones, y las aplicaciones del acuerdo de refinanciación o plan de viabilidad, consiguen ser solventes, evitando de esta forma la situación del concurso de acreedores al que estaban abocados por su situación inicial de insolvencia.

Para llevar a cabo dicho análisis, hemos seleccionado cinco empresas, que pertenecen a distintos sectores, con ello observaremos las distintas medidas que toman las sociedades con el objetivo de mejorar la situación financiera que atraviesan, y veremos qué posibilidad de mejora tienen estas empresas.

Si finalmente las empresas con los acuerdos de refinanciación, no consiguen salvar la situación de insolvencia, el siguiente paso es la solicitud de concurso. En el siguiente cuadro, vemos reflejado el número de empresas iniciaron un proceso concursal desde el año 2007 hasta el año 2016. Podemos observar como los peores datos los registra el sector de la construcción, uno de los más castigados por la crisis económica de nuestro país, recogiendo sus peores datos durante los peores años económicos, 2012 y 2013.

| | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Nacional | | | | | | | | | | |
| Agricultura y pesca | 39 | 70 | 57 | 83 | 71 | 64 | 53 | 47 | 38 | 21 |
| Industria y energía | 496 | 642 | 1.023 | 1.575 | 1.531 | 1.125 | 1.013 | 1.245 | 664 | 324 |
| Construcción | 739 | 1.031 | 1.511 | 2.430 | 2.487 | 1.914 | 1.599 | 1.733 | 1.064 | 256 |
| Comercio | 856 | 1.100 | 1.272 | 1.687 | 1.505 | 1.049 | 816 | 891 | 444 | 204 |
| Transporte y almacenamiento | 138 | 172 | 253 | 316 | 362 | 265 | 243 | 195 | 99 | 31 |
| Hostelería | 261 | 302 | 369 | 400 | 277 | 188 | 165 | 104 | 69 | 30 |
| Información y comunicaciones | 133 | 187 | 210 | 217 | 152 | 100 | 86 | 72 | 42 | 24 |
| Inmobiliarias financieras y seguros | 166 | 172 | 253 | 373 | 268 | 189 | 171 | 135 | 130 | 30 |
| Actividades profesionales, científicas y técnicas | 335 | 390 | 425 | 573 | 355 | 263 | 219 | 185 | 118 | 31 |

| | | | | | | | | | | |
|---|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|----|
| Actividades administrativas y servicios auxiliares | 216 | 222 | 284 | 455 | 287 | 192 | 162 | 152 | 72 | 29 |
| Resto de servicios | 301 | 319 | 340 | 360 | 302 | 189 | 177 | 137 | 84 | 41 |

Fuente: INE

Cuadro 2: Número de empresas concursadas por tipo de actividad CNAE

Reyal Urbis

Sociedad dirigida por Rafael Santamaría Trigo, enmarcada en el sector inmobiliario, siendo una de las más grandes de nuestro país. Está presente en veinte ciudades entre España y Portugal. Empresa dedicada a:

- Promoción residencial: promoción de viviendas de primera residencia, principal negocio detonante de dos procesos de refinanciación y de la actual situación.
- Patrimonio, tiene una importante cartera de activos en renta, con una superficie potencial alquilable de 123.000 metros cuadrados.
- Gestión de suelo, posee la mayor cartera de nuestro país, compuesta por 6.7 millones de metros cuadrados con un valor estimado de 863 millones a 31 de diciembre de 2016.
- Rafael Hoteles, negocio que controla siete hoteles, con dos marcas propias.

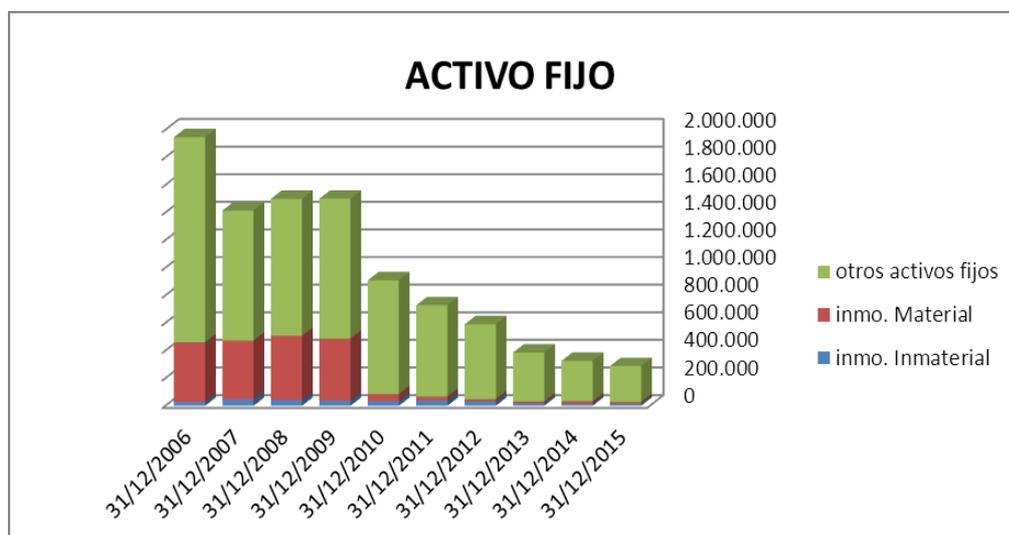
Reyal Urbis pertenece a uno de los sectores más castigados por la crisis, y es que el sector de la construcción registró durante los años más duros de la crisis, el mayor número de empresas que solicitaban el proceso concursal, llegando a multiplicarse por 9 el número de empresas entre 2007 y 2012, donde se registra el pico.

El sector de la construcción, y más en concreto el mercado inmobiliario, fue sacudido duramente por la crisis, y especialmente porque durante esa época y los años justo siguientes se produce una importante depreciación de los precios de las viviendas que pertenecían a las entidades financieras, provocado en parte por el precio pagado por la sociedad de gestión de activos procedentes de la reestructuración bancaria.

Posiblemente la peor decisión que tomaron las empresas inmobiliarias por esa época, fue llevar de una vez, el desfase de valor entre las tasaciones de los activos y el valor de transacción con el SAREB. Reyal Urbis, dotó provisiones por existencias para adecuar el valor contable al valor razonable de las tasaciones.

La situación de Reyal Urbis no hizo más que empeorar conforme se sucedían los años más duros de la crisis, y los años posteriores, en los que podemos ver, las duras consecuencias que arrastrarían a muchas empresas, como esta, a prácticamente la quiebra.

En el año 2006, Reyal Urbis, adquiere la Inmobiliaria Urbis, hecho que apunta la administración concursal que sería la principal causa de insolvencia y endeudamiento de la sociedad, así como el deterioro del valor de los activos, pérdida del valor del suelo. Con la introducción de la inmobiliaria, adhiere una serie de activos a su patrimonio, que, sumados a los suyos, hacen que por cada euro invertido obtenga una rentabilidad negativa de tal inversión, esto se ve reflejado en el ratio de rentabilidad económica, que vemos que resulta negativo desde el año 2008. Que la situación se complica en el año 2006, queda también reflejado en el ratio de rentabilidad financiera, este ratio mide la capacidad de la empresa de remunerar a sus accionistas, y como vemos durante el año 2007, 2008 y 2009 es negativa.



Fuente: Elaboración propia a partir de Amadeus

Gráfico 4: Evolución activo fijo empresa Reyal Urbis

La situación de la empresa de Rafael Santamaría, era ya ciertamente preocupante, y la CNMV, decide suspender la cotización el diez de febrero de 2010, explicando que se iba a dar a lo largo del día una importante noticia, que podría afectar a la cotización. Y es que la empresa, presentaba por entonces un plan de reestructuración de deuda de 4800 millones.

| PASIVO | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Pasivo no corriente | 181.373,00 | 3.782.839,00 | 3.691.565,00 | 913.633,00 | 3.873.409,00 | 3.014.297,00 |
| Pasivos corrientes | 4.305.262,00 | 743.051,00 | 949.277,00 | 4.712.532,00 | 2.416.270,00 | 4.717.324,00 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 3: Evolución pasivo corriente y no corriente de Reyal Urbis

En el año 2012, poco antes de presentar el concurso, Reyal Urbis envía un comunicado a la CNMV, avisando que no puede garantizar la viabilidad y continuidad de la empresa. El veintitrés de octubre de 2010, la empresa decide solicitar el pre-concurso, es entonces cuando se abre un plazo de tres meses para negociar su deuda, que alcanzaba los 4300 millones, más 142 millones en concepto de impuestos diferidos. Reyal manifestaba grandes problemas de tesorería para atender el exigible a corto plazo. Si no conseguía en el periodo de tres meses un acuerdo, debía solicitar concurso en el plazo de un mes. Por entonces sus principales acreedores eran el banco Santander y Bankia, a los que les debía 450 y 400 millones respectivamente.

La situación era muy complicada, ya que la empresa presentaba pérdidas valoradas en 211 millones y un patrimonio negativo. A esta situación había que añadir, que el mercado inmobiliario, atravesaba su peor momento, y por tanto las ventas no eran las deseadas, Reyal, experimento un descenso de su volumen de negocio de entorno al 58%.

| PASIVO | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| TOTAL PASIVO | 2.020.636,00 | 2.858.173,00 | 3.822.688,00 | 4.322.374,00 | 5.714.227,00 |

| PN | | | | | |
|-------------------------------|----------|----------|---------|---------|-------|
| Fondos de accionistas | -2440074 | -1628462 | -703202 | -318468 | 88062 |
| - Capital | 2922 | 2922 | 2922 | 2922 | 2922 |
| - Otros fondos de accionistas | -2442996 | -1631384 | -706124 | -321390 | 85140 |

| ACTIVO | | | | | |
|-------------------------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| efectivo y equivalente | 21.173,00 | 7.637,00 | 16.658,00 | 50.897,00 | 16.428,00 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 4: Evolución partidas Reyal Urbis

En el año 2013, la principal sociedad que controlaba Reyal Urbis, el 70%, se declara en concurso voluntario, tan solo ocho meses después de que Reyal Urbis, suspendiera pagos. En este mismo año, cuando la empresa intenta alcanzar un nuevo plan de refinanciación, el que hubiera sido el cuarto de su historia, pero finalmente no

consiguen alcanzar un acuerdo, y la CNMV, suspende de nuevo la cotización de Reyal Urbis, el veinte de febrero, tras la solicitud de concurso, la comisión lo justificaba diciendo que “concurren circunstancias que podrían afectar a la cotización del valor”. Durante esos días, Reyal protagonizaba las oscilaciones de la bolsa española, y sus acciones llegaron a valer 0.20 euros. Sus activos llegan a depreciarse durante este año un 34%.

| ACTIVO FIJO | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| activos fijos | 325.397,00 | 385.810,00 | 590.715,00 | 728.246,00 | 909.322,00 | 1.499.688,00 |
| tasa de variación | -15,66% | -34,69% | -18,89% | -19,91% | -39,37% | 0,03% |

Fuente: Elaboración propia a partir Amadeus

Cuadro 5: Tasa variación activo fijo

Reyal Urbis, **solicitaba el concurso voluntario**, siendo la segunda mayor concurso de nuestro país, por detrás de Martinsa Fadesa, con una deuda de 4000 millones. Pero como marca la ley concursal española, los 420 empleados debían continuar con la actividad de la empresa, a pesar de no iniciar nuevas promociones desde tres años atrás. En el año 2015, presenta un plan de refinanciación, dirigido principalmente a la deuda que tiene con hacienda, valorada en 400 millones de euros. En la parte del plan de refinanciación que afecta las entidades financieras, Reyal quería combatirlo mediante la dación de activos inmobiliarios, lo que suponía la reducción de sus activos.

Como podemos observar a través del ratio de tesorería, la empresa presenta dificultades de hacer frente a su pasivo más cortoplacista, desde el año 2009, y la situación más dura se observa durante los años 2012, 2013, 2014 y 2015 (0.0076, 0.0084, 0.0082, 0.0046), donde el activo más líquido de la empresa es insuficiente.

Otro ratio que refleja una situación que se extiende a lo largo de los años, es el de autonomía financiera, a través de este ratio medimos el grado de dependencia de los acreedores, y como podemos observar la situación es más óptima hasta el año 2009, sin embargo, desde el año 2010, la empresa presenta un ratio negativo, que se pronuncia más a lo largo del tiempo, esto significa que la empresa tiene una gran dependencia de la financiación externa.

Ante una mejoría en su situación, Reyal solicita en septiembre de 2016 la **salida de concurso**, hecho que el juzgado de lo mercantil rechaza. El treinta de marzo de este año, se admite a trámite la propuesta de convenio presentada por la empresa, el concurso estaba paralizado, además, se establece como fecha límite el treinta y uno de mayo, como fecha límite para que los acreedores se unan a la propuesta de convenio. La situación actual de la sociedad es aun delicada, presenta una deuda de 4647 millones, y unos fondos negativos de 3433 millones. Siendo su principal acreedores la SAREB y Hacienda, ya que Reyal es uno de los principales deudores del estado.

Finalmente, el veinte de junio, de este mismo año, conocíamos la noticia de que Reyal Urbis entra en liquidación tras no alcanzar un acuerdo para refinanciar su deuda con los acreedores. El acuerdo de refinanciación, incluía la negociación con los acreedores financieros, Hacienda y la SAREB, sobre una deuda que alcanzaba los 4.500 millones de euros. El plan de refinanciación consistía en pactar con hacienda unos periodos de pago distintos al del resto de acreedores y con los acreedores financieros subsanar la deuda mediante la dación de activos financieros. Pero este plan de refinanciación no alcanzo el apoyo necesario del 75% del préstamo para salir del concurso, obteniendo solo el 32,7% a favor del plan. Esta liquidación supone la segunda mayor de nuestro país, tras la liquidación en 2015 de Martinsa- Fadesa.

Grifols

Situada en la capital condal, y al frente de la compañía, Víctor Grifols, Grifols, es una multinacional enmarcada en el sector farmacéutico y hospitalario. Es clasificada como una gran empresa ya que trabajan alrededor de 14.700 empleados en sus instalaciones.

La primera refinanciación de la empresa Grifols llegaría en marzo de 2014, cuando la empresa manifestaba no gozar de la liquidez necesaria, y anuncia la reestructuración de pasivo por valor de cuatro mil quinientos millones, además de la recompra de bonos valorados en mil millones, así la empresa conseguía rebajar el coste de la deuda, de un 8.25% a un 5.25%. Para últimos de este mismo mes, se cerraba el periodo de refinanciación, al final por un importe de tres mil setecientos treinta y dos millones. Grifols justificaba la situación que estaba atravesando diciendo que, tras la compra de la unidad de diagnóstico de Novartis, su pasivo se había visto incrementado en

consecuencia. La situación fue resulta así, y Grifols continuó siendo líder en el sector, además de una de las empresas más importantes de nuestro país.

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| deuda corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 |
| deuda largo plazo | 483.354.368 | 915.689.289 | 459.520.053 | 460.720.638 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 6: Evolución deuda a corto y largo plazo Grifols

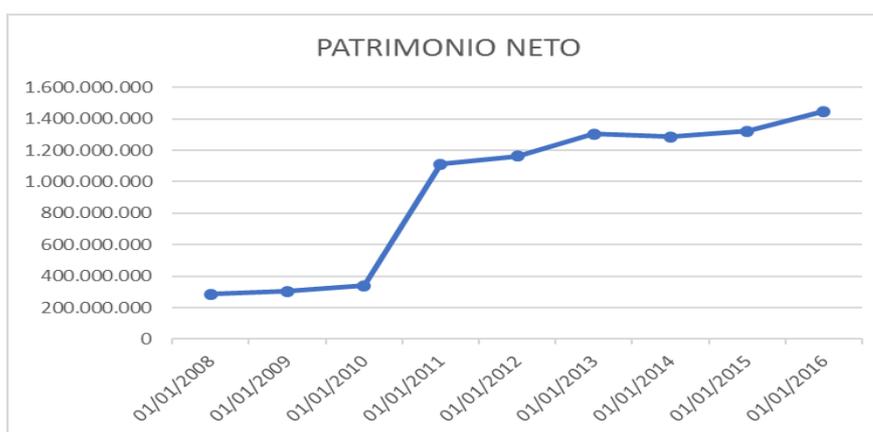
La insuficiencia de liquidez de la empresa Grifols, la vemos reflejada en el ratio de tesorería, durante los años 2014 y 2015 advierte de la insuficiencia del activo más líquido para hacer frente a las deudas a corto plazo.

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| RATIO TESORERIA | 0,141711095 | 0,027893422 | 0,070948351 | 0,349237753 | 0,853264458 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 7: Evolución ratio tesorería

A pesar de que la empresa no goza de autonomía financiera, salvo en el año 2016, podemos observar como el patrimonio neto de la empresa se ha incrementado considerablemente en los últimos nueve años, y la principal causa sería la emisión de instrumentos de patrimonio, como los bonos y el incremento del resultado del ejercicio.



Fuente: Evolución resultado del ejercicio Grifols

Gráfico 5: Evolución patrimonio neto Grifols

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| RESULTADO DEL EJERCICIO | 321.792.932 | 241.755.884 | 205.197.369 | 168.350.884 | 52.369.156 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 8: Evolución resultado del ejercicio Grifols

Años más tarde, en enero de 2017, la compañía, comienza nuevas negociaciones sobre su pasivo, de entorno a seis mil trescientos millones, no se incluiría un bono de novecientos cincuenta millones cuyo vencimiento llegaba a 2022. La intención de la compañía en este acuerdo era el de abaratar los altos costes de deuda que soportaba. Tan solo un mes más tarde, cerraba el acuerdo de refinanciación, en el que se negociaba una deuda de cinco mil ochocientos cincuenta y ocho millones, y no se incluía un bono por valor de novecientos veintinueve millones. Lograba así una reducción del coste de la deuda, que ahora se situaba en 2.65%. Las entidades con las que la empresa negoció el proceso de refinanciación fueron HSBC, Bank of America, Goldman Sachs y Nomura. Esta vez la empresa justificaba que su situación era tal, tras la compra de Hologic. Grifols se comprometía a solventar la situación con la generación de flujos de caja de sus negocios, apostando fuerte por Hologic.

Para financiar la emisión de bonos del año 2014, comentado anteriormente, Grifols emitía bonos en abril de este mismo año por valor de mil millones de euros, que vencerán en 2025. Esta es la última acción que la empresa realiza en el proceso de refinanciación de deuda, que ha alcanzado los 7000 millones, y que ha mejorado las condiciones, situando el coste de la deuda en 3.20%.

Grifols, en el año 2014, no consigue salvar su situación de insolvencia, por ello, recurre en el año 2017 a nuevo acuerdo de refinanciación, a la espera de que este acuerdo surja efecto y se refleje en las cuentas anuales en los próximos años.

Isolux

Empresa con sede en Zaragoza, está especializada en energía, construcción y la concesión de grandes infraestructuras.

La situación de Isolux, se complica tras la adquisición en noviembre de 2013, de la unidad de diagnóstico de Novartis, lo que implica el crecimiento de la deuda de la sociedad. A finales de este año, realiza una recompra de bonos por mil millones consiguiendo reducir el coste de la deuda de un 8,25% hasta un 5,25%.

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 |
| deuda largo plazo | 52.249 | 80.653 | 57.461 | 55.425 | 39.743 | 37.211 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 9: Deuda a corto y largo plazo Isolux

En el año 2014, la empresa aragonesa, anunciaba un plan de reestructuración de deuda bancaria de cuatro mil quinientos millones. Finalmente, tras las negociaciones, se consigue refinanciar tres mil setecientos treinta y dos millones. Durante el año 2015, la empresa presenta un ratio de rentabilidad financiera negativa, refleja la incapacidad de la empresa de remunerar a los accionistas.

Las dificultades financieras de la empresa Isolux, se manifiestan de nuevo en junio del año pasado, donde la empresa plantea un acuerdo de refinanciación valorado en dos mil millones. Finalmente, en junio de 2016, **firma el acuerdo de refinanciación** respaldado por accionistas, bancos y bonistas. El catorce de julio la empresa iniciaba un periodo de diez días para que se adhirieran al acuerdo el 75% de los acreedores que representan el pasivo sobre el que se va a llevar a cabo un proceso de reestructuración. Este proceso, de reestructuración, se va a llevar a cabo en tres etapas:

- I. En la primera etapa, se plantea la inyección de doscientos millones de euros, con vencimiento en 2017, la entidad que desembolsará el mayor montante será CaixaBank, con cien millones.
- II. En la segunda etapa, se plantea la inyección de seiscientos millones de euros, que se amortizara mediante la des-inversión, por ejemplo, mediante la venta de la empresa T-solar por ciento veinte millones.
- III. En la tercera y última etapa, se plantea la inyección de mil doscientos millones, representados en un préstamo participativo parcialmente capitalizable.

El acuerdo de refinanciación, finalmente, **es homologado**, y respaldado por el 92% de los acreedores de la empresa. La decisión de inyección de dinero, ha sido una decisión muy correcta, y lo vemos reflejado en el ratio de autonomía financiera, donde vemos que la empresa goza de cierta independencia de los acreedores.

Isolux, lo logra salvar la complicada situación y a principios de año, la empresa negoció con CaixaBank, Bankia y Santander la inyección de trescientos millones de euros, pero finalmente, el acuerdo no llega, y se inicia el pre- concurso. En mayo de este mismo año la empresa garantizaba el pago de las nóminas a trabajadores correspondientes al mes de mayo, junio y julio.

Para salvar su actual situación, Isolux presenta un plan de viabilidad, que refleja la división del actual negocio, en tres empresas, con la intención de asegurar un futuro viable para la empresa. Además, solicito una prórroga para presentar las cuentas anuales. El nuevo proyecto empresarial, suponía recortar el 60% de la dimensión de la sociedad, además de la plantilla y el negocio.

Este nuevo planteamiento de negocio, ha sido muy bien recibido por los bancos y proveedores de la sociedad. Hasta la fecha, Isolux no ha presentado aún las cuentas pertenecientes al año 2016. El problema en la formulación viene del hecho de encajar el plan de viabilidad que presento en mayo para salvar el concurso y la apuesta por la continuidad de la empresa.

Tras el proceso de refinanciación llevado a cabo en 2014, la empresa Isolux, consigue mejorar su situación gracias al acuerdo con los acreedores financieros, pero no es suficiente y el lleva de nuevo en el 2016 ha negociar de nuevo la deuda con los bancos. Esta vez si, consigue salvar su situación y evitar el concurso, ya que consigue un acuerdo que es respaldado por el 89,4% de los acreedores financieros. Pero esta buena posición no dura mucho tiempo, en 2017, la entidad decide llevar a cabo una inyección de dinero para garantizar la viabilidad del grupo, pero es en marzo de este mismo año, cuando decide solicitar precurso ya que no consigue el respaldo para el acuerdo por parte de los acreedores financieros.

Abengoa

Dentro del sector de la industria y la energía, y asentada en la comunidad andaluza, la empresa de energías renovables, Abengoa, planteó el mayor concurso de acreedores que se recuerda en nuestro país. Así en el mes de diciembre de 2015, la familia Benjumea, actual propietaria de la empresa, comunico al juzgado el inicio de acuerdo de refinanciación, debido a que las negociaciones con Gonvarri Corporación Financiera no

saliesen adelante. Con el único objetivo, de proteger a la empresa de posibles demandas de inversores y acreedores, el precurso fue solicitado en el juzgado número dos de los mercantil de la capital andaluza, una vez pasado este trámite, la compañía inició negociaciones con las entidades bancarias para evitar que la compañía entrara en suspensión de pagos, para ello contaba con un tiempo de cuatro meses en los que debía negociar sobre su deuda que alcanza los 9.000 millones de euros.

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 |
| deuda largo plazo | 8.753.170 | 9.250.154 | 8.387.698 | 8.072.074 | 7.496.714 |
| total pasivo | 6.342.548 | 12.432.087 | 11.732.983 | 10.384.569 | 8.705.791 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 10: Deuda corto, deuda a largo, y total pasivo Isolux

La repercusión de la difícil situación de la empresa Abengoa, es a nivel mundial, ya que cuenta con 24.000 trabajadores en todo el mundo, y está presente en los cinco continentes; evidentemente la peor situación se la lleva el territorio español, donde la empresa de renovables tiene su sede.

El Juez **aprobó el acuerdo de refinanciación** de la compañía andaluza, y **prorroga el pre concurso siete meses**, hasta finales de octubre del año 2015. Abengoa, hacia saber al juzgado de lo mercantil, que su acuerdo contaba con el apoyo necesario, el **75%** de sus acreedores financieros, esto evitaba que la empresa fuera declarada en concurso.

Este alto porcentaje de apoyo se fundamenta en que la empresa es viable en el ámbito operativo, pero padece un apalancamiento financiero negativo.

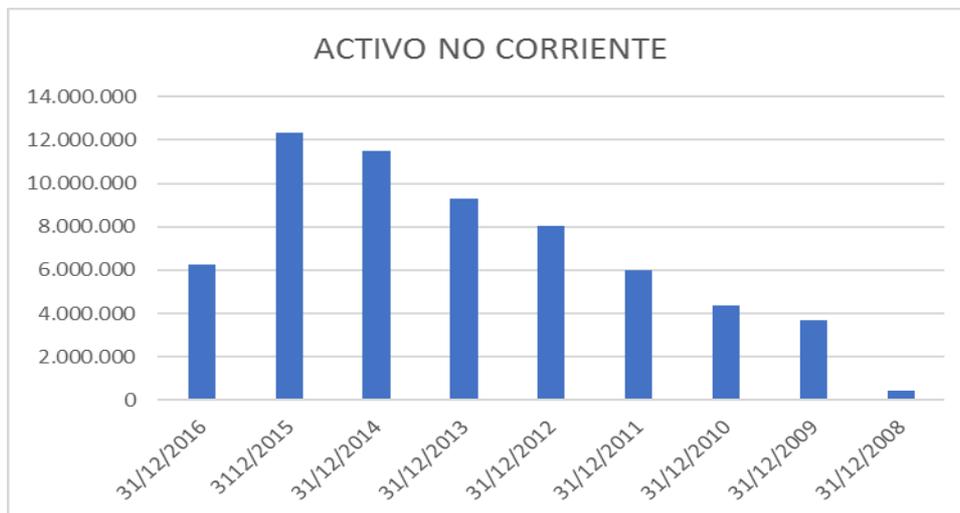
Se abría así un periodo duro para la empresa de renovables, quien debía de conseguir un capital acreedor superior a tres cuartas partes de su deuda, que está valorada en 9000 millones. Entre las medidas que se han tomado, destacan:

- Para los antiguos accionista, la posibilidad de aumentar su participación al 10%.
- Inserción de 1800 millones de euros en un periodo de cinco años.
- Los actuales acreedores poseerán un 30% de la nueva empresa. Tras el perdón de un 70% de la deuda. En este grupo de acreedores constan los

grandes bancos españoles, comúnmente conocidos como G-7, entre los que se incluye Santander, CaixaBank, Bankia, Sabadell, Popular, HSBC y Calyon. Aunque fuentes cercanas a la empresa, confirman que finalmente serán seis los bancos con los que ha negociado la empresa, ya que el banco Sabadell se habría levantado de las negociaciones.

- Abengoa, firma un nuevo acuerdo de 137 millones de euros, cuyo capital está destinado al pago nominas pendientes y pago a acreedores.

Para poder alcanzar estos objetivos, la empresa, realizo grandes esfuerzos, como poner a la venta, parte de sus activos y filiales. A principios de abril de 2016, ponía a la venta un acueducto en Texas, Estados Unidos. Y en desarrollo están proyectos de venta de filiales como Abengoa Bioenergía, empresa dedicada al biofuel, o Abentel, empresa dedicada a la instalación y mantenimiento de redes de telecomunicación en nuestro país. Todas estas negociaciones, Abengoa las lleva a cabo bajo duras presiones de los sindicatos, quienes le pedían que mantenga los puestos de trabajo. Además, en este mismo mes de abril, ha traspasado unas instalaciones fotovoltaicas en la comunidad andaluza, que le han supuesto eliminar 50 millones de euros de su deuda.



Fuente: elaboración propia a partir datos Amadeus

Gráfico 5: Evolución activo no corriente

La mayor variación, la ha experimentado la partida de inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo, pasando del año 2015 de estar dotada por 12.151.625 a en 2016, 6.172.706.

Por su parte, Abengoa presenta un ratio de tesorería en el año 2015 muy bajo, sobre todo si lo comparamos con años previos como 2009 y 2010, donde el ratio alcanza un valor de 3.4816 y 2.5394 respectivamente. La complicada situación que experimenta la empresa en 2015, queda reflejada también en el ratio de autonomía financiera, que resulta ser negativo durante este año, esto refleja la dependencia empresarial de la financiación externa.

Bien es cierto, que la situación de Abengoa ya era complicada en el año 2014, donde su inversión en activos, comenzaba a dar rentabilidades negativas, este resultado se daría también en el año 2015, además durante el año 2014, la empresa presenta incapacidad a la hora de remunerar a sus accionistas.

Tras las diversas medidas tomadas por Abengoa, ha presentado las cuentas anuales pertenecientes al ejercicio 2016, en las que se refleja, unas pérdidas que alcanzan los 7.629 millones de euros. Esta situación, la empresa la justifica, por la implantación y ejecución del plan de viabilidad. A pesar de evitar el concurso, la empresa andaluza, ha presentado las mayores pérdidas de una empresa en nuestro país. Aunque el esfuerzo de Abengoa por alcanzar un nuevo acuerdo con los acreedores haya mejorado la situación, lo cierto es que el ratio de endeudamiento ha empeorado con los años, siendo el peor año, el 2016.

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ENDEUDAMIENTO TOTAL | 2,002294661 | 0,946492492 | 0,867999638 | 0,870581148 |

Fuente: Elaboración propia a partir datos Amadeus

Cuadro 12: Ratio endeudamiento

Tan importante como ver el grado de endeudamiento de la empresa, es observar la calidad de la deuda. Este ratio lo que refleja es que cantidad representa el pasivo a corto plazo sobre el total de la deuda, nos interesara que este ratio sea el menor posible. A continuación presentamos la evolución que ha experimentado el ratio de calidad de deuda.

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| CALIDAD DEUDA | 0,383561985 | 0,168356077 | 0,132785814 | 0,08531023 |

Fuente: Elaboración propia a partir datos Amadeus

Cuadro 13: Ratio calidad deuda

A pesar de presentar un grado de endeudamiento muy alto, vemos que la gran masa de deuda es a largo plazo, aunque vemos que el peso de la deuda a corto plazo, ha aumentado considerablemente a lo largo de los años.

Panrico

La multinacional creada en los años sesenta, dedicada a la fabricación y comercialización de productos alimenticios, y principalmente conocida por su negocio de pan de molde, el pasado año, 2016, fue adquirida su principal competidora, Bimbo.

Es en el año 2005, Capital riesgo Apax Partners adquieren la empresa a la familia, y a los bancos Caixa y Sabadell por 900 millones de euros. Son estos propietarios los que deciden concentrar toda la actividad de la empresa en nuestro país y en Portugal y por ello cierran las fábricas de Grecia y China. Posiblemente en su intención de reducir gastos. A pesar de echar el cierre en estas plantas, Panrico sigue creciendo y lo hace incorporando a su cartera de negocio distintas marcas.

Los ratios, reflejan el problema de Panrico en el año 2008, donde presenta dificultades de liquidez, su activo más líquido es insuficiente para hacer frente a los pagos de la deuda cortoplacista. La dependencia que Panrico tenía de los acreedores financieros, durante los años 2007, 2008 y 2009, desemboca en el año 2010 en un planteamiento de refinanciación de pasivo.

| | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| disponible | 17.698 | 4.945 | 22.547 | 10.317 | 22.720 | 17.402 |
| Exigible a cp | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 |

Fuente: Amadeus

Cuadro 14: evolución disponible y exigible a corto plazo

En el año 2010, Panrico presenta su plan de reestructuración de deuda, que alcanza los seiscientos millones de euros, y consigue con las negociaciones en las entidades bancarias, prolongar el pago de la deuda dos años más, además de una inyección de

dinero de treinta millones de euros, y una ampliación de capital de doscientos ochenta y ocho millones. Gracias al acuerdo de refinanciación, la empresa consigue reducir el pago de los intereses de cincuenta y cuatro a veintiséis millones. En el año 2011, es un fondo de inversión quien decide llevar a cabo la reestructuración de la empresa, y lo hace reduciendo costes. Una de sus primeras medidas es presentar en el año 2013 un expediente de regulación de empleo. Tan solo una semana más tarde de presentar el ERE, la empresa solicita el precurso de acreedores.

Finalmente, en mayo de 2014, el juzgado de lo mercantil nº 1 de Barcelona, levanta el precurso, y valida el ERE, despidiendo a unas cuatrocientas setenta personas y con una reducción del salario del 20%.

A pesar de las dificultades, la empresa Panrico consigue subsanar su situación, reduciendo su deuda. Es un claro ejemplo de que no todas las empresas que solicitan el pre concurso, acaban en liquidación.

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda total | 326.035 | 230.466 | 447.648 | 564.047 | 785.018 | 1.558.553 |
| tasa variación | 41% | -49% | -21% | -28% | -50% | 41% |

Fuente: Elaboración propia a partir datos Amadeus

Cuadro 15: tasa variación deuda total

A pesar del crecimiento de la deuda durante el año 2014, el nivel de endeudamiento de la empresa, se ha visto reducido, en parte por la inyección de liquidez durante el proceso de refinanciación, así lo refleja el ratio de endeudamiento, pasando en el año 2013 de 1.6431 a en 2014 tener un valor de 0.9943. Hablamos de unos niveles de deuda altísimos. A pesar ello, la calidad de la deuda es buena, ya que no presenta valores muy altos a lo largo de los años, oscilando este ratio entre 0.4 y 0.25.

La situación de Panrico finalmente es salvada por la compra de parte de su negocio por la empresa Bimbo.

CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO

A continuación resumimos, los acuerdos de refinanciación alcanzados por estas cinco empresas, y la situación actual en la que se encuentran. Primero, presentamos el ratio de solvencia, ratio que las entidades financieras tienen en consideración ante ciertas operaciones financieras. Este dato nos reflejara la capacidad que tienen las empresas para hacer frente a sus obligaciones de pago, y veremos como ha evolucionado.

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| REYAL URBIS | 22,17% | 23,87% | 31,94% | 39,90% | 83,73% |

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| GRIFOLS | 350% | 95% | 86% | 87% | 94% |

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| ISOLUX | 130% | 141% | 142% | 134% | 154% |

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| ABENGOA | 62% | 83% | 87% | 91% | 95% |

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| PANRICO | 3598% | 4506% | 1945% | 1444% | 825% |

| | REFINANCIACION | SITUACION ACTUAL | ¿EVITO CONCURSO? |
|--------------------|---|--|------------------|
| REYAL URBIS | 2015- DACION ACTIVOS INMOBILIARIOS Y NEGOCIACION DE PLAZOS CON HACIENDA | MÁS ENDEUDADA, Y MENOS INSOLVENTE. LE HACE PRESENTAR UN NUEVO ACUERDO EN 2017. | NO |
| GRIFOLS | 2014- COMPRA DE BONOS 2017- EMISION DE BONOS | MENOS ENDEUDADA, Y MÁS SOLVENTE. HA SIDO EFECTIVO SU PLAN DE REFINANCIACION | SI |

| | | | |
|----------------|---|---|----|
| ISOLUX | 2016- INYECCION DE DINERO Y DES-INVERSION DE ACTIVOS | MÁS ENDEUDADA Y MENOS SOLVENTE. LE HACE PRESENTAR UN NUEVO ACUERDO EN 2017. | NO |
| ABENGOA | 2015- INYECCION DE DINERO, NUEVOS CREDITOS, CONVERSION DE DEUDA POR CAPITAL | MÁS ENDEUDADA Y MENOS SOLVENTE. | NO |
| PANRICO | 2014- INYECCION DE DINERO Y ERE | LE HACE SER MAS SOLVENTE. ACTUALMENTE ADQUIRIDO GRAN PARTE DE SU NEGOCIO POR BIMBO. | SI |

8. CONCLUSIONES GENERALES

La sucesión de hechos económicos a lo largo de la historia de nuestro país, ha hecho que se deba adaptar la legislación mercantil a las circunstancias económicas y sociales. El mayor número de reformas se suceden durante la época de crisis o recesión económica que atraviesa España, y es que coincide precisamente cuando se produce el mayor número de procesos concursales. Es precisamente durante los peores años de la crisis, cuando se decide adoptar la segunda oportunidad o acuerdo de refinanciación.

El acuerdo de refinanciación es un instrumento utilizado por las empresas que conocen que no gozan de la suficiente solvencia. Una vez que las empresas conocen esa situación, se abre un periodo de dos meses, donde las empresas, deben presentar la solicitud de concurso, aunque este periodo puede verse bloqueado si las empresas inician negociaciones con sus acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación, que las haga mejorar su situación de insolvencia.

Las empresas, establecerán negociaciones con sus acreedores financieros, con el fin de alcanzar un acuerdo, que girara en torno a estos tres puntos clave; transformar deuda a corto plazo en deuda a largo plazo, de manera que la empresa, pueda hacer frente a sus deudas a corto plazo con el disponible que posee y genera; solicitar nueva deuda, es decir generar nuevos créditos con las entidades que ya tiene o con otras nuevas, de manera que le permita aumentar su liquidez; transformar deuda por capital, es decir que aquellos acreedores financieros, sean accionistas de la compañía, de esta manera la empresa reduce su endeudamiento y por tanto es mas solvente.

Una vez alcanzado el acuerdo de refinanciación, este puede ser homologado, es decir, el acuerdo que se haya establecido con uno o varios acreedores financieros, puede ser valido y englobar también a otros acreedores financieros. La homologación de un acuerdo de refinanciación debe ser declarada por un juez, y debiendo cumplir unos requisitos.

Muchas son las empresas que en los últimos años, han recurrido a los acuerdos de refinanciación, para evitar iniciar un proceso concursal. Sobre todo, este tipo de acuerdos es óptimo para empresas de grandes dimensiones, cuya capacidad de negociación es mayor. En este trabajo, hemos podido ver el caso concreto de cinco empresas, que tras llevar a cabo acuerdos de negociación que giraban en torno a la inyección de dinero, des-inversión, nuevos créditos, o transformación de deuda en capital.

Lo que toda empresa busca tras este tipo de acuerdos, es ser solvente, y gozar de cierta liquidez que le permita no entrar en concurso, y poder seguir con su actividad. En las empresas analizadas hemos podido ver algunas a pesar de introducir los planes, tiempo mas tarde han tenido que volver a plantear nuevos acuerdos, y otras como Grifols, la implantación del acuerdo de refinanciación ha sido óptimo su futuro más cercano.

Por tanto, vemos como el instrumento de la segunda oportunidad, si que es efectivo, aunque queda camino por recorrer, hasta intentar alcanzar unos valores de empresas concursadas mas reducidos. Esto verdaderamente demostrará que los mecanismos de segunda oportunidad son eficientes, y las empresas inician menos procesos concursales. Algunas de las medidas que proponemos es que las empresas inicien negociaciones antes de darse cuenta que su situación es verdaderamente muy compleja, de esta forma el volumen de negociación de deuda es menor, y las empresas tendrán mayor capacidad de negociación. Por ello seria recomendable establecer por sectores ciertos ratios que alerten a las empresas de su situación, y de cuando deben iniciar o poner en marcha el instrumento de segunda oportunidad.

BIBLIOGRAFÍA

ANGEL MUÑOS MERCHANT (2009): “Análisis de estados financieros”, (2º edición) editorial: Ediciones académicas.

EDUARDO AZNAR GINER (2014): “Refinanciaciones de deuda, acuerdos extrajudiciales de pago y concurso de acreedores”, (2º edición) editorial: Tirant lo blanch.

MANUEL DÍAZ MARTINEZ (2014): “El proceso concursal”, Editorial Universitaria Ramón Areces

MERCEDES SANCHEZ RUIZ, apuntes de derecho mercantil y derecho concursal, universidad de Murcia

<<http://ocw.um.es/cc.-sociales/derecho-mercantil/material-de-clase-1/tema15.concurso-de-acreedores.pdf>>

WEB- BIBLIOGRAFÍA

Banco mundial

<www.bancomundial.com>

Boletín oficial del estado (BOE)

<www.boe.es>

Bolsa de Madrid

<<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>>

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

<www.cnmv.es>

EAE, Business School. “El número de procesos concursales en España crece un 31,9% en el último año.

<<http://www.eae.es/actualidad/noticias/el-numero-de-procesos-concursales-en-espana-crece-un-31-9-en-el-ultimo-ano>>

Instituto Nacional de Estadística (INE)

<www.ine.es>

Página web oficial, empresa Reyal Urbis

<<http://www.reyalurbis.com/>>

Periódico Expansión. “Reyal Urbis evita de nuevo la liquidación, al admitirse su propuesta de convenio”. Rocío Ruiz.

<<http://www.expansion.com/empresas/inmobiliario/2017/03/30/58dd0c2eca47412e658b4646.html>>

Periódico Inmodiario. “Reyal Urbis ve una nueva vía para que su concurso salga adelante”. Redacción de cuentas y finanzas.

<<http://www.inmodiario.com/120/24461/reyal-urbis-nueva-via-para-concurso-salga-adelante.html>>

Periódico ABC. “Reyal Urbis interpondrá un nuevo recurso para evitar la liquidación”. Fuente: EFE Madrid.

<http://www.abc.es/economia/abci-reyal-urbis-interpondra-nuevo-recurso-para-evitar-liquidacion-201611171721_noticia.html>

Refor Expertos en Economía Forense. “Cuadro explicativo ultimas reformas concursales 2014-2015”. Fuente: Periódico el economista.

<<https://economistas.es/Contenido/REFor/ActualidadREFOR/REFOREFORMA%20CONCURSAL%20INTERRELACIONADA.pdf>>

Registro Público Concursal

<<https://www.publicidadconcursal.es/concursal-web/>>

Anexo

REYAL URBIS

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Activo corriente | 952.808 | 1.020.393 | 1.634.826 | 2.267.458 | 3.094.442 | 3.413.052 | 4.214.539 | 5.023.236 | 7.460.327 | 7.457.442 |
| Exigible a corto plazo | 4.355.523 | 4.291.542 | 4.305.503 | 4.305.262 | 743.051 | 949.277 | 4.712.532 | 2.416.270 | 4.717.324 | 4.677.371 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO LIQUIDEZ | 0,2188 | 0,2378 | 0,3797 | 0,5267 | 4,1645 | 3,5954 | 0,8943 | 2,0789 | 1,5815 | 1,5944 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| clientes | 15.073 | 17.645 | 14.019 | 12.002 | 21.116 | 34.421 | 45.588 | 144.827 | 517.040 | 262.904 |
| disponible | 17.909 | 18.529 | 21.173 | 7.637 | 16.658 | 50.897 | 16.428 | 96.793 | 125.394 | 142.561 |
| Exigible a corto plazo | 4.355.523 | 4.291.542 | 4.305.503 | 4.305.262 | 743.051 | 949.277 | 4.712.532 | 2.416.270 | 4.717.324 | 4.677.371 |

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO TESORERIA | 0,0076 | 0,0084 | 0,0082 | 0,0046 | 0,0508 | 0,0899 | 0,0132 | 0,1000 | 0,1362 | 0,0867 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| disponible | 17.909 | 18.529 | 21.173 | 7.637 | 16.658 | 50.897 | 16.428 | 96.793 | 125.394 | 142.561 |
| Exigible a cp | 4.355.523 | 4.291.542 | 4.305.503 | 4.305.262 | 743.051 | 949.277 | 4.712.532 | 2.416.270 | 4.717.324 | 4.677.371 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DISPONIBILIDAD | 0,0041 | 0,0043 | 0,0049 | 0,0018 | 0,0224 | 0,0536 | 0,0035 | 0,0401 | 0,0266 | 0,0305 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 4.355.523 | 4.291.542 | 4.305.503 | 4.305.262 | 743.051 | 949.277 | 4.712.532 | 2.416.270 | 4.717.324 | 4.677.371 |
| deuda largo plazo | 130.588 | 144.163 | 155.207 | 181.373 | 3.782.839 | 3.691.565 | 913.633 | 3.873.409 | 3.014.297 | 3.790.135 |
| total pasivo | 1.240.460 | 1.345.790 | 2.020.636 | 2.858.173 | 3.822.688 | 4.322.374 | 5.714.227 | 6.522.412 | 8.875.127 | 9.403.852 |

| | | | | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| endeudamiento total | 3,6165 | 3,2960 | 2,2076 | 1,5698 | 1,1840 | 1,0737 | 0,9846 | 0,9643 | 0,8712 | 0,9004 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Exigible a corto plazo | 4.355.523 | 4.291.542 | 4.305.503 | 4.305.262 | 743.051 | 949.277 | 4.712.532 | 2.416.270 | 4.717.324 | 4.677.371 |
| total pasivo | 1.240.460 | 1.345.790 | 2.020.636 | 2.858.173 | 3.822.688 | 4.322.374 | 5.714.227 | 6.522.412 | 8.875.127 | 9.403.852 |

| | | | | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CALIDAD DEUDA | 0,7783 | 0,7613 | 0,6806 | 0,6010 | 0,1627 | 0,1801 | 0,4520 | 0,2703 | 0,3471 | 0,3322 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| recursos propio | -3.245.651 | -3.089.915 | -2.440.074 | -1.628.462 | -703.202 | -318.468 | 88.062 | 232.733 | 1.143.506 | 936.346 |
| deuda total | 5.595.983 | 5.637.332 | 6.326.139 | 7.163.435 | 4.565.739 | 5.271.651 | 10.426.759 | 8.938.682 | 13.592.451 | 14.081.223 |

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| AUTO. FINANCIERA | -0,5800 | -0,5481 | -0,3857 | -0,2273 | -0,1540 | -0,0604 | 0,0084 | 0,0260 | 0,0841 | 0,0665 |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAII | -11.311 | -548.725 | -742.741 | -709.342 | -204.358 | -239.999 | -19.743 | -558.547 | 143.509 | 171.080 |
| activo total | 1.240.460 | 1.345.790 | 2.020.636 | 2.858.173 | 3.822.688 | 4.322.374 | 5.714.227 | 6.522.412 | 8.875.127 | 9.403.852 |

| | | | | | | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| RENT. ECONOMICA | -0,0091 | -0,4077 | -0,3676 | -0,2482 | -0,0535 | -0,0555 | -0,0035 | -0,0856 | 0,0162 | 0,0182 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -155.795 | -697.215 | -8.199.104 | -912.478 | -375.606 | -372.775 | -238.780 | -946.386 | -146.030 | 122.721 |
| recursos propios | -3.245.651 | -3.089.915 | -2.440.074 | -1.628.462 | -703.202 | -318.468 | 88.062 | 232.733 | 1.143.506 | 936.346 |

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
| RENT. Financiera | 0,0480 | 0,2256 | 3,3602 | 0,5603 | 0,5341 | 1,1705 | -2,7115 | -4,0664 | -0,1277 | 0,1311 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -155.795 | -697.215 | -8.199.104 | -912.478 | -375.606 | -372.775 | -238.780 | -946.386 | -146.030 | 122.721 |
| BAII | -11.311 | -548.725 | -742.741 | -709.342 | -204.358 | -239.999 | -19.743 | -558.547 | 143.509 | 171.080 |
| Activo total | 1.240.460 | 1.345.790 | 2.020.636 | 2.858.173 | 3.822.688 | 4.322.374 | 5.714.227 | 6.522.412 | 8.875.127 | 9.403.852 |
| R. propios | -3.245.651 | -3.089.915 | -2.440.074 | -1.628.462 | -703.202 | -318.468 | 88.062 | 232.733 | 1.143.506 | 936.346 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|--------|
| APALANCAMIENTO | -5,2642 | -0,5534 | -9,1414 | -2,2578 | -9,9915 | -21,0811 | 784,7905 | 47,4853 | -7,8977 | 7,2043 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 | 31/12/2007 | 31/12/2006 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| saldo clientes | 15.073 | 17.645 | 14.019 | 12.002 | 21.116 | 34.421 | 48.588 | 114.827 | 514.040 | 262.904 |
| ventas | 114.695 | 68.315 | 59.184 | 136.163 | 267.901 | 769.011 | 1.002.307 | 2.242.190 | 1.418.668 | 453.575 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| PM COBRO | 47,9676 | 94,2754 | 86,4581 | 32,1727 | 28,7694 | 16,3374 | 17,6938 | 18,6924 | 132,2541 | 211,5636 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|

GRIFOLS

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Activo corriente | 145.859.452 | 131.028.006 | 339.744.916 | 696.713.234 | 416.540.891 | 416.888.596 | 271.070.153 | 254.204.633 | 321.938.758 |
| Exigible a corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 | 107.494.890 | 97.797.129 | 194.275.072 | 108.299.010 | 141.669.915 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO LIQUIDEZ | 1,5371 | 1,0336 | 1,0098 | 2,1850 | 3,8750 | 4,2628 | 1,3953 | 2,3472 | 2,2725 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| clientes | 744.176 | 437.192 | 365.051 | 824.198 | 611.684 | 713.731 | 434.675 | 675.613 | 465.796 |
| disponible | 12.703.313 | 3.098.731 | 23.505.652 | 110.536.215 | 91.109.885 | 61.362.476 | 25.063 | 4.213.291 | 70.989 |
| Exigible a corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 | 107.494.890 | 97.797.129 | 194.275.072 | 108.299.010 | 141.669.915 |

| | | | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO TESORERIA | 0,1417 | 0,0279 | 0,0709 | 0,3492 | 0,8533 | 0,6347 | 0,0024 | 0,0451 | 0,0038 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| disponible | 12.703.313 | 3.098.731 | 23.505.652 | 110.536.215 | 91.109.885 | 61.362.476 | 25.063 | 4.213.291 | 70.989 |
| Exigible a corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 | 107.494.890 | 97.797.129 | 194.275.072 | 108.299.010 | 141.669.915 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DISPONIBILIDAD | 0,1339 | 0,0244 | 0,0699 | 0,3467 | 0,8476 | 0,6274 | 0,0001 | 0,0389 | 0,0005 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|--------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| deuda corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 | 107.494.890 | 97.797.129 | 194.275.072 | 108.299.010 | 141.669.915 |
| deuda largo plazo | 483.354.368 | 915.689.289 | 459.520.053 | 460.720.638 | 374.593.779 | 414.014.322 | 152.165.166 | 255.230.226 | 268.909.592 |
| total pasivo | 2.025.712.486 | 2.363.427.988 | 2.080.429.926 | 2.083.432.690 | 1.645.889.476 | 1.624.673.011 | 686.291.393 | 668.266.489 | 695.779.268 |

| | | | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| endeudamiento total | 0,2855 | 0,4411 | 0,3826 | 0,3742 | 0,2929 | 0,3150 | 0,5048 | 0,5440 | 0,5901 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| Exigible a corto plazo | 94.893.692 | 126.765.480 | 336.451.835 | 318.867.053 | 107.494.890 | 97.797.129 | 194.275.072 | 108.299.010 | 141.669.915 |
| total pasivo | 2.025.712.486 | 2.363.427.988 | 2.080.429.926 | 2.083.432.690 | 1.645.889.476 | 1.624.673.011 | 686.291.393 | 668.266.489 | 695.779.268 |

| | | | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CALIDAD DEUDA | 0,0447 | 0,0509 | 0,1392 | 0,1327 | 0,0613 | 0,0568 | 0,2206 | 0,1395 | 0,1692 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| recursos propio | 1.447.464.426 | 1.320.793.219 | 1.284.458.038 | 1.303.844.999 | 1.163.800.807 | 1.112.861.560 | 339.851.155 | 304.737.253 | 285.199.761 |
| deuda total | 578.248.060 | 2.490.193.468 | 2.416.881.761 | 2.402.299.743 | 1.753.384.366 | 1.722.470.140 | 880.566.465 | 776.565.499 | 837.449.183 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AUTO. FINANCIERA | 2,5032 | 0,5304 | 0,5315 | 0,5427 | 0,6637 | 0,6461 | 0,3859 | 0,3924 | 0,3406 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| BAII | 341.297.369 | 276.647.246 | 244.129.474 | 168.744.232 | 52.228.162 | 20.689.148 | 73.340.907 | 85.802.073 | 83.492.196 |
| activo total | 2.025.712.486 | 2.363.427.988 | 2.080.429.926 | 2.083.432.690 | 1.645.889.476 | 1.624.673.011 | 686.291.393 | 668.266.489 | 695.779.268 |

| | | | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. ECONOMICA | 0,1685 | 0,1171 | 0,1173 | 0,0810 | 0,0317 | 0,0127 | 0,1069 | 0,1284 | 0,1200 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| BAI | 298.197.921 | 213.766.005 | 175.292.168 | 150.957.476 | 47.195.890 | -21.256.563 | 57.648.760 | 76.589.854 | 62.349.446 |
| recursos propios | 1.447.464.426 | 1.320.793.219 | 1.284.458.038 | 1.303.844.999 | 1.163.800.807 | 1.112.861.560 | 339.851.155 | 304.737.253 | 285.199.761 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| RENT. Financiera | 0,2060 | 0,1618 | 0,1365 | 0,1158 | 0,0406 | -0,0191 | 0,1696 | 0,2513 | 0,2186 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| BAI | 298.197.921 | 213.766.005 | 175.292.168 | 150.957.476 | 47.195.890 | -21.256.563 | 57.648.760 | 76.589.854 | 62.349.446 |
| BAII | 341.297.369 | 276.647.246 | 244.129.474 | 168.744.232 | 52.228.162 | 20.689.148 | 73.340.907 | 85.802.073 | 83.492.196 |
| Activo total | 2.025.712.486 | 2.363.427.988 | 2.080.429.926 | 2.083.432.690 | 1.645.889.476 | 1.624.673.011 | 686.291.393 | 668.266.489 | 695.779.268 |
| R. propios | 1.447.464.426 | 1.320.793.219 | 1.284.458.038 | 1.303.844.999 | 1.163.800.807 | 1.112.861.560 | 339.851.155 | 304.737.253 | 285.199.761 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| APALANCAMIENTO | 1,2228 | 1,3827 | 1,1630 | 1,4295 | 1,2780 | -1,4999 | 1,5873 | 1,9575 | 1,8218 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|

ISOLUX

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Activo corriente | 1.094.158 | 1.020.472 | 1.067.494 | 1.004.340 | 1.015.530 | 1.085.470 | 832.403 | 820.442 |
| Exigible a corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 | 678.008 | 677.239 |

| | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO LIQUIDEZ | 0,9799 | 1,0511 | 1,0780 | 1,0058 | 1,1622 | 1,1413 | 1,2277 | 1,2115 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| clientes | 617.954 | 489.353 | 505.954 | | | 493.310 | 451.920 | 340.357 |
| disponible | 37.236 | 47.612 | 46.130 | 75.294 | 78.935 | 129.687 | 81.817 | 38.699 |
| Exigible a corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 | 678.008 | 677.239 |

| | | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--|--|--------|--------|--------|
| RATIO TESORERIA | 0,5867 | 0,5531 | 0,5575 | | | 0,6551 | 0,7872 | 0,5597 |
|------------------------|--------|--------|--------|--|--|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| disponible | 37.236 | 47.612 | 46.130 | 75.294 | 78.935 | 129.687 | 81.817 | 38.699 |
| Exigible a corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 | 678.008 | 677.239 |

| | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DISPONIBILIDAD | 0,0333 | 0,0490 | 0,0466 | 0,0754 | 0,0903 | 0,1364 | 0,1207 | 0,0571 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 | 678.008 | 677.239 |
| deuda largo plazo | 52.249 | 80.653 | 57.461 | 55.425 | 39.743 | 37.211 | 15.372 | 23.568 |
| total pasivo | 1.522.433 | 1.483.559 | 1.488.179 | 1.410.907 | 1.405.679 | 1.466.167 | 1.192.033 | 1.185.348 |

| | | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| endeudamiento total | 0,7678 | 0,7088 | 0,7040 | 0,7470 | 0,6499 | 0,6741 | 0,5817 | 0,5912 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Exigible a corto plazo | 1.116.653 | 970.869 | 990.257 | 998.541 | 873.829 | 951.065 | 678.008 | 677.239 |
| total pasivo | 1.522.433 | 1.483.559 | 1.488.179 | 1.410.907 | 1.405.679 | 1.466.167 | 1.192.033 | 1.185.348 |

| | | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CALIDAD DEUDA | 0,4231 | 0,3956 | 0,3995 | 0,4144 | 0,3833 | 0,3935 | 0,3626 | 0,3636 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| recursos propio | 353.531 | 432.037 | 440.461 | 356.941 | 492.107 | 477.891 | 498.653 | 484.541 |
| deuda total | 1.168.902 | 1.051.522 | 1.047.718 | 1.053.966 | 913.572 | 988.276 | 693.380 | 700.807 |

| | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AUTO. FINANCIERA | 0,3024 | 0,4109 | 0,4204 | 0,3387 | 0,5387 | 0,4836 | 0,7192 | 0,6914 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAII | 75.977 | 25.378 | 76.180 | -21.973 | 28.312 | 59.142 | 84.699 | 101.122 |
| activo total | 1.522.433 | 1.483.559 | 1.488.179 | 1.410.907 | 1.405.679 | 1.466.167 | 1.192.033 | 1.185.348 |

| | | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. ECONOMICA | 0,0499 | 0,0171 | 0,0512 | -0,0156 | 0,0201 | 0,0403 | 0,0711 | 0,0853 |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -31.414 | 9.886 | 38.163 | -99.490 | 23.040 | 36.788 | 85.290 | 93.741 |
| recursos propios | 353.531 | 432.037 | 440.461 | 356.941 | 492.107 | 477.891 | 498.653 | 484.541 |

| | | | | | | | | |
|-------------------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. Financiera | -0,0889 | 0,0229 | 0,0866 | -0,2787 | 0,0468 | 0,0770 | 0,1710 | 0,1935 |
|-------------------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -31.414 | 9.886 | 38.163 | -99.490 | 23.040 | 36.788 | 85.290 | 93.741 |
| BAII | 75.977 | 25.378 | 76.180 | -21.973 | 28.312 | 59.142 | 84.699 | 101.122 |
| Activo total | 1.522.433 | 1.483.559 | 1.488.179 | 1.410.907 | 1.405.679 | 1.466.167 | 1.192.033 | 1.185.348 |
| R. propios | 353.531 | 432.037 | 440.461 | 356.941 | 492.107 | 477.891 | 498.653 | 484.541 |

| | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| APALANCAMIENTO | -1,7805 | 1,3377 | 1,6926 | 17,8975 | 2,3245 | 1,9084 | 2,4072 | 2,2678 |
|-----------------------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| saldo clientes | 617.954 | 489.353 | 505.954 | | | 493.310 | 451.920 | 340.357 |
| ventas | 922.758 | 597.193 | 720.598 | | | 1.042.657 | 862.708 | 1.422.359 |

| | | | | | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|--|--|----------|----------|---------|
| PM COBRO | 244,4338 | 299,0890 | 256,2777 | | | 172,6916 | 191,2012 | 87,3410 |
|-----------------|----------|----------|----------|--|--|----------|----------|---------|

ABENGOA

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Activo corriente | 106.385 | 100.099 | 238.021 | 1.103.853 | 643.420 | 5.122.983 | 2.092.056 | 602.117 | 3.296.431 |
| Exigible a corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 | 802.609 | 594.026 | 643.418 | 1.305.713 |
| RATIO LIQUIDEZ | 0,0270 | 0,0398 | 0,1325 | 1,1397 | 1,3903 | 6,3829 | 3,5218 | 0,9358 | 2,5246 |

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| clientes | 14.361 | 15.317 | 5.499 | 5.436 | 6.905 | 5.421 | 44.986 | 110.966 | 128.786 |
| disponible | 23.222 | 25.322 | 175.173 | 1.030.404 | 535.753 | 2.032.742 | 2.023.193 | 462.820 | 537.691 |
| Exigible a corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 | 802.609 | 594.026 | 643.418 | 1.305.713 |
| RATIO TESORERIA | 0,0095 | 0,0161 | 0,1006 | 1,0695 | 1,1726 | 2,5394 | 3,4816 | 0,8918 | 0,5104 |

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| disponible | 23.222 | 25.322 | 175.173 | 1.030.404 | 535.753 | 2.032.742 | 2.023.193 | 462.820 | 537.691 |
| Exigible a corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 | 802.609 | 594.026 | 643.418 | 1.305.713 |
| DISPONIBILIDAD | 0,0059 | 0,0101 | 0,0975 | 1,0639 | 1,1576 | 2,5327 | 3,4059 | 0,7193 | 0,4118 |

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 | 802.609 | 594.026 | 643.418 | 1.305.713 |
| deuda largo plazo | 8.753.170 | 9.250.154 | 8.387.698 | 8.072.074 | 7.496.714 | 6.651.858 | 5.477.618 | 3.299.517 | 2.142.930 |
| total pasivo | 6.342.548 | 12.432.087 | 11.732.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |

| | | | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| endeudamiento total | 2,0023 | 0,9465 | 0,8680 | 0,8706 | 0,9143 | 0,9155 | 0,9378 | 0,9230 | 0,9210 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Exigible a corto plazo | 3.946.480 | 2.516.723 | 1.796.527 | 968.536 | 462.796 | 802.609 | 594.026 | 643.418 | 1.305.713 |
| total pasivo | 6.342.548 | 12.432.087 | 11.732.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |

| | | | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CALIDAD DEUDA | 0,3836 | 0,1684 | 0,1328 | 0,0853 | 0,0505 | 0,0897 | 0,0840 | 0,1309 | 0,2585 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| recursos propio | -6.357.102 | 665.210 | 1.547.758 | 1.343.959 | 746.281 | 687.660 | 402.834 | 329.127 | 295.932 |
| deuda total | 10.289.028 | 14.948.810 | 13.529.510 | 11.353.105 | 9.168.587 | 8.944.736 | 7.068.504 | 4.915.480 | 5.050.288 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AUTO. FINANCIERA | -0,6179 | 0,0445 | 0,1144 | 0,1184 | 0,0814 | 0,0769 | 0,0570 | 0,0670 | 0,0586 |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAII | -6.155.635 | -317.989 | 1.099.398 | 893.759 | 700.806 | 555.696 | 375.298 | 227.338 | 141.701 |
| activo total | 6.342.548 | 12.432.087 | 11.731.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |

| | | | | | | | | | |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. ECONOMICA | -0,9705 | -0,0256 | 0,0937 | 0,0861 | 0,0805 | 0,0682 | 0,0580 | 0,0532 | 0,0378 |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -7.042.916 | -1.045.989 | 232.459 | 236.652 | 116.201 | 68.333 | 134.844 | 60.827 | 43.813 |
| recursos propios | -6.357.102 | 665.210 | 1.547.758 | 1.343.959 | 746.281 | 687.660 | 402.834 | 329.127 | 295.932 |

| | | | | | | | | | |
|-------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. Financiera | 1,1079 | -1,5724 | 0,1502 | 0,1761 | 0,1557 | 0,0994 | 0,3347 | 0,1848 | 0,1481 |
|-------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAI | -7.042.916 | -1.045.989 | 232.459 | 236.652 | 116.201 | 68.333 | 134.844 | 60.827 | 43.813 |
| BAII | -6.155.635 | -317.989 | 1.099.398 | 893.759 | 700.806 | 555.696 | 375.298 | 227.338 | 141.701 |
| Activo total | 6.342.548 | 12.432.087 | 11.731.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |
| R. propios | -6.357.102 | 665.210 | 1.547.758 | 1.343.959 | 746.281 | 687.660 | 402.834 | 329.127 | 295.932 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| APALANCAMIENTO | -1,1415 | 61,4752 | 1,6027 | 2,0459 | 1,9343 | 1,4560 | 5,7748 | 3,4729 | 3,9124 |
|-----------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2016 | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| saldo clientes | 15.073 | 17.645 | 14.019 | 12.002 | 21.116 | 34.421 | 48.588 | 114.827 | 514.040 |
| ventas | 114.695 | 68.315 | 59.184 | 136.163 | 267.901 | 769.011 | 1.002.307 | 2.242.190 | 1.418.668 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| PM COBRO | 47,9676 | 94,2754 | 86,4581 | 32,1727 | 28,7694 | 16,3374 | 17,6938 | 18,6924 | 132,2541 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|

PANRICO

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Activo corriente | 46.167 | 41.996 | 62.893 | 49.197 | 64.721 | 53.298 | 68.389 |
| Exigible a corto plazo | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 | 165.494 |

| | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO LIQUIDEZ | 0,5529 | 0,4917 | 0,4737 | 0,2770 | 0,4711 | 0,0727 | 0,4132 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| clientes | 9.162 | 7.302 | 7.017 | 9.342 | 16.562 | 10.071 | 11.608 |
| disponible | 17.698 | 4.945 | 22.547 | 10.317 | 22.720 | 17.402 | 23.086 |
| Exigible a corto plazo | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 | 165.494 |

| | | | | | | | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RATIO TESORERIA | 0,3217 | 0,1434 | 0,2227 | 0,1107 | 0,2859 | 0,0375 | 0,2096 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| disponible | 17.698 | 4.945 | 22.547 | 10.317 | 22.720 | 17.402 | 23.086 |
| Exigible a corto plazo | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 | 165.494 |

| | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DISPONIBILIDAD | 0,2119 | 0,0579 | 0,1698 | 0,0581 | 0,1654 | 0,0238 | 0,1395 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| deuda corto plazo | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 | 165.494 |
| deuda largo plazo | 157.638 | 152.936 | 181.074 | 112.208 | 696.560 | 345.429 | 865.923 |
| total pasivo | 242.531 | 145.056 | 314.892 | 386.446 | 647.636 | 825.921 | 936.325 |

| | | | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| endeudamiento total | 0,9943 | 1,6431 | 0,9966 | 0,7499 | 1,2877 | 1,3053 | 1,1016 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Exigible a corto plazo | 83.504 | 85.410 | 132.756 | 177.601 | 137.382 | 732.632 | 165.494 |
| total pasivo | 242.531 | 145.056 | 314.892 | 386.446 | 647.636 | 825.921 | 936.325 |

| | | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CALIDAD DEUDA | 0,2561 | 0,3706 | 0,2966 | 0,3149 | 0,1750 | 0,4701 | 0,1502 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| recursos propio | 1.389 | 6.710 | 1.062 | 96.637 | -186.306 | -252.140 | -95.092 |
| deuda total | 326.035 | 230.466 | 447.648 | 564.047 | 785.018 | 1.558.553 | 1.101.819 |

| | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| AUTO. FINANCIERA | 0,0043 | 0,0291 | 0,0024 | 0,1713 | -0,2373 | -0,1618 | -0,0863 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| BAII | -2.968 | -65.256 | -102.339 | -209.664 | -159.664 | -75.146 | 51.570 |
| activo total | 11.731.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |

| | | | | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| RENT. ECONOMICA | -0,0003 | -0,0063 | -0,0118 | -0,0258 | -0,0247 | -0,0176 | 0,0138 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| BAI | 232.459 | 236.652 | 116.201 | 68.333 | 134.844 | 60.827 | 43.813 |
| recursos propios | 1.547.758 | 1.343.959 | 746.281 | 687.660 | 402.834 | 329.127 | 295.932 |

| | | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| RENT. Financiera | 0,1502 | 0,1761 | 0,1557 | 0,0994 | 0,3347 | 0,1848 | 0,1481 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| BAI | 232.459 | 236.652 | 116.201 | 68.333 | 134.844 | 60.827 | 43.813 |
| BAlI | -2.968 | -65.256 | -102.339 | -209.664 | -159.664 | -75.146 | 51.570 |
| Activo total | 11.731.983 | 10.384.569 | 8.705.791 | 8.142.127 | 6.474.478 | 4.272.062 | 3.744.575 |
| R. propios | 1.547.758 | 1.343.959 | 746.281 | 687.660 | 402.834 | 329.127 | 295.932 |

| | | | | | | | |
|-----------------------|-----------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|
| APALANCAMIENTO | -593,6778 | -28,0216 | -13,2457 | -3,8590 | -13,5739 | -10,5067 | 10,7502 |
|-----------------------|-----------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|

| | 31/12/2014 | 31/12/2013 | 31/12/2012 | 31/12/2011 | 31/12/2010 | 31/12/2009 | 31/12/2008 |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| saldo clientes | 9.162 | 7.302 | 7.017 | 9.342 | 16.562 | 10.071 | 11.608 |
| ventas | 258.433 | 297.006 | 348.633 | 384.492 | 381.601 | 431.262 | 525.821 |

| | | | | | | | |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| PM COBRO | 12,9400 | 8,9737 | 7,3464 | 8,8684 | 15,8415 | 8,5236 | 8,0577 |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|