

FINANZAS CORPORATIVAS

Reestructuración de Deuda Corporativa

Teoría, valoración, modelación y práctica

Primera edición · 2026

Diagnóstico · valoración en distress · waterfall multitramo · intercreditor y covenants · liability management · mercado de deuda y loan-to-own · vías de ejecución · negociación y teoría de juegos · fiscalidad · marco colombiano · casos · perspectiva sistémica

Guía técnica de referencia · Edición 2026

Manual de referencia para programas de posgrado en finanzas y para CFOs, banqueros de reestructuración, fondos de deuda en distress y especialistas en insolvencia.

Cómo usar este texto

Este texto está diseñado para un curso de posgrado y para la consulta profesional. Cada capítulo abre con objetivos de aprendizaje; los capítulos cuantitativos cierran con ejercicios, cuyas soluciones se encuentran en el Anexo D. Las afirmaciones sobre casos y normas se documentan en notas al pie.

El caso que recorre el texto. Un grupo ficticio —**Grupo Andino**, con una matriz (HoldCo) y una operativa (OpCo)— reaparece en valoración, prioridad, recuperación, arquitectura, financiación y negociación, de modo que el lector observe, sobre los mismos números, cómo cada decisión altera la recuperación de cada acreedor. Las cifras son ilustrativas.

Convenciones. Las cifras del caso se expresan en COP miles de millones. La estructura sigue la secuencia natural de un proceso: diagnosticar, valorar, ubicar la prioridad, medir la recuperación, entender los contratos entre acreedores, escoger herramientas y vía, diseñar y documentar el acuerdo, y gestionar la negociación, la fiscalidad y el marco legal.

Advertencia

Documento de referencia profesional y académico. No constituye asesoría legal, financiera ni tributaria para un caso concreto. El caso “Grupo Andino” es ficticio. Toda operación debe estructurarse con asesoría especializada y verificarse contra la normativa vigente.

Contenido

1. Introducción y guía de uso
2. Marco conceptual y económico
3. Diagnóstico financiero del distress
4. Valoración en distress: del DCF al valor implícito de mercado
5. Estructura de capital, prioridad absoluta y subordinación estructural
6. Análisis de recuperación: el waterfall multitramo
7. Intercreditor agreements y covenant engineering
8. La caja de herramientas del reestructurador
9. Liability management: J.Crew, Serta y la violencia entre acreedores
10. Mercado de deuda en distress, cost basis y loan-to-own
11. Vías de ejecución y dimensión transfronteriza
12. Arquitectura del acuerdo: desapalancamiento, debt-for-equity, DIP y modelación
13. Negociación, teoría de juegos y sesgos conductuales
14. Fiscalidad del distress y derecho de impugnación
15. Marco legal colombiano: Ley 1116 y Ley 2437 de 2024
16. Casos: internacionales y colombianos
17. Perspectiva sistémica: el lente de política pública
18. Proceso, gobernanza y asesores
19. Checklist del profesional
20. Glosario
21. Anexos: métricas, jurisdicciones, flujo de caja y soluciones
22. Fuentes y lecturas recomendadas

1. Introducción y guía de uso

La reestructuración de deuda es la renegociación de los términos de las obligaciones financieras de una empresa cuando su estructura de capital ha dejado de ser sostenible. Es una de las disciplinas más exigentes de las finanzas corporativas: combina, bajo presión de tiempo, valoración, ingeniería financiera, derecho concursal, teoría de juegos y negociación entre partes con incentivos enfrentados.

El objetivo de toda reestructuración bien hecha no es repartir pérdidas, sino preservar valor. La quiebra desordenada destruye el valor de empresa en marcha; una reestructuración eficiente lo conserva y lo reasigna entre quienes tienen derecho a él, en el orden correcto. El profesional crea valor cuando reduce la fricción — costos legales, demoras, comportamiento estratégico— que separa el valor liquidativo del valor en marcha.

El texto deriva la valoración en lugar de afirmarla —incluidos el WACC y el valor de liquidación, construido por categorías de activo—, desarrolla un waterfall multitramo con subordinación estructural que distingue el marco de liquidación del de empresa en marcha, dedica un capítulo a los acuerdos entre acreedores y la ingeniería de covenants —sin los cuales el liability management es incomprendible—, cubre el mercado de deuda en distress y la estrategia de loan-to-own, formaliza la negociación con teoría de juegos, aborda la fiscalidad y el derecho de impugnación, ancla las técnicas a sus casos de referencia e incorpora ejercicios resueltos y notas al pie.

2. Marco conceptual y económico

Objetivos de aprendizaje

- Distinguir refinanciación, reestructuración e insolvencia.
- Diferenciar una crisis de liquidez de una de solvencia y su tratamiento.
- Comprender la relación entre valor en marcha y valor de liquidación como fundamento económico del proceso.

2.1 Tres términos que no son sinónimos

Refinanciación es sustituir una deuda por otra nueva en condiciones de mercado: la empresa es solvente y solo renueva su pasivo. **Reestructuración** es modificar los términos de la deuda existente —plazo, tasa, monto, prelación o naturaleza— porque la empresa no puede servirla en sus condiciones originales. **Insolvencia / proceso concursal** es el marco legal —judicial o asistido— al que se acude cuando la vía consensual no basta o requiere la fuerza vinculante de una autoridad para imponerse a disidentes.

La frontera entre refinanciar y reestructurar la marca la sostenibilidad: si la compañía puede captar deuda nueva al valor de mercado para repagar la vieja, refinancia; si nadie le presta en esos términos, debe reestructurar. Identificar de qué lado de esa frontera está el cliente es el primer juicio profesional.

2.2 Liquidez frente a solvencia

- **Crisis de liquidez:** el negocio es viable y vale más que su deuda, pero carece de caja para una obligación puntual. El remedio es temporal: extensión de plazos, línea puente, standstill. Aplicar una quita aquí destruiría valor.

- **Crisis de solvencia:** el pasivo excede de forma estructural el valor del negocio; la empresa está “bajo el agua”. El remedio es de fondo: quita, conversión de deuda en capital, o reorganización operativa además de financiera.

El error clásico y costoso es tratar una crisis de solvencia como si fuera de liquidez —el “extend and pretend”—, que mantiene viva a una empresa “zombi” consumiendo recursos recuperables en otro uso.

2.3 Valor en marcha frente a valor de liquidación

La reestructuración tiene sentido económico solo cuando el valor de empresa en marcha (going concern) supera al de liquidación. Esa diferencia es el excedente que todas las partes tienen interés en preservar y por el que, en el fondo, negocian. Si la liquidación rindiera más, lo racional sería liquidar y reasignar los activos. El profesional debe estimar ambos valores desde el inicio: fijan el tamaño del pastel y el suelo de recuperación de cada acreedor.

3. Diagnóstico financiero del distress

Objetivos de aprendizaje

- Reconocer las señales tempranas de deterioro crediticio.
- Interpretar los ratios de apalancamiento y cobertura, definidos con precisión.
- Aplicar el análisis de sostenibilidad de deuda y el test de viabilidad.

3.1 Señales tempranas

- Erosión de márgenes y caída sostenida del EBITDA frente a presupuesto.
- Estrechamiento de la holgura (headroom) frente a los covenants financieros.
- Estiramiento del capital de trabajo y dependencia de revolventes para gastos recurrentes.
- Muro de vencimientos (maturity wall) sin plan de refinanciación creíble; rebajas de calificación.
- Proveedores que migran a pago anticipado o de contado.

3.2 Ratios clave, definidos con precisión

Las definiciones importan: un mismo ratio admite convenciones distintas, y la imprecisión es fuente de disputa. Estas son las definiciones que adopta este texto:

Indicador	Definición precisa	Lectura de alerta
Deuda Neta / EBITDA	(Deuda financiera total – Caja y equivalentes) / EBITDA.	Elevado y creciente frente al promedio sectorial.
ICR	EBITDA / Gasto de intereses (variante: EBIT / intereses).	Cercano a 1,0x: apenas cubre intereses.
DSCR	CFADS / (Intereses + Amortización de capital). CFADS = flujo de caja disponible para el servicio de la deuda.	Inferior a 1,0x: el flujo no cubre el servicio.
FCCR	(EBITDA – Capex – Impuestos en efectivo) / (Intereses + Capital + Arriendos). Existen variantes con EBITDAR.	Inferior a 1,0x: déficit estructural.

Indicador	Definición precisa	Lectura de alerta
Runway de caja	Meses que la liquidez disponible permite sostener.	Pocos meses sin financiación: urgencia.
Headroom de covenant	Límite pactado – Ratio actual.	Holgura mínima o nula: breach inminente.

3.3 Sostenibilidad de deuda (DSA) y test de viabilidad

El DSA proyecta la caja bajo escenarios (base, estrés y a la baja) y dimensiona la quita o extensión necesarias para devolver la deuda a un sendero sostenible. Desemboca en un juicio binario: ¿es el negocio viable una vez saneado el balance? Una empresa viable con un balance roto es candidata a reestructuración; una no viable debe encaminarse a una liquidación ordenada. Sostener con financiación a empresas no viables es la receta de la “zombificación”, que drena recursos y frena la recuperación.

4. Valoración en distress: del DCF al valor implícito de mercado

Objetivos de aprendizaje

- Construir una valoración por DCF ajustada al distress y triangularla con múltiplos.
- Distinguir los valores de referencia (liquidación, venta forzada, recuperación neta).
- Leer el valor de empresa implícito en los precios de mercado de la deuda.
- Comprender que la recuperación se entrega en una “moneda” (efectivo, deuda nueva, equity, warrants).

La valoración es el campo de batalla de toda reestructuración: define el tamaño del pastel, dónde “rompe” el valor y, por tanto, quién manda. Cada parte contrata asesores que defienden la cifra que favorece su posición —el senior argumenta un valor bajo para mostrar que el valor se agota en su tramo; el junior, uno alto para demostrar que está “en el dinero”. El resultado es siempre un rango.

4.1 Valor en marcha por DCF, ajustado al distress

Presentamos el caso Grupo Andino. El flujo de caja libre no apalancado parte del EBITDA, descuenta inversiones, impuestos en efectivo y variación de capital de trabajo, y se trae a valor presente con una tasa (WACC) elevada por el riesgo del distress.

Derivación del WACC. El costo del patrimonio se estima por CAPM: tasa libre de riesgo ($\approx 8\%$ en pesos) + beta ($\approx 1,2$) $\times$ prima de mercado ($\approx 6\%$) + una prima adicional por distress y tamaño ($\approx 2\%$) $\approx 17\%$. El costo de la deuda, a un rendimiento en distress ($\approx 12\%$ antes de impuestos) neto del escudo fiscal ($\approx 35\%$) $\approx 8\%$. Con una ponderación objetivo normalizada ($\approx 50/50$, no la del balance en distress, que sería circular), el WACC $\approx 0,5 \times 17\% + 0,5 \times 8\% \approx 12,5\%$, que redondeamos a 13% .¹

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
EBITDA	100	103	106	109	112

¹En distress, ponderar a valores de mercado es circular (la deuda cotiza con descuento y el equity puede ser casi nulo); por eso se usa una estructura objetivo normalizada. El WACC resultante es, por construcción, un rango, no un punto.

Concepto	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(-) Capex	25	25	26	26	27
(-) Impuestos en efectivo	15	16	16	17	18
(-) Δ Capital de trabajo	5	4	3	2	0
(=) FCF no apalancado	55	58	61	64	67
Factor de descuento (WACC 13%)	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
VP del FCF	48,7	45,4	42,3	39,2	36,4

La suma de los VP del FCF explícito es ≈ 212 . El **valor terminal** por múltiplo de salida (5,0x sobre el EBITDA terminal del año 5, 112) es 560, que descontado al factor del año 5 (0,54) aporta ≈ 303 . El **valor de empresa por DCF ≈ 515** .²

4.2 Triangulación honesta y el múltiplo de comparables

Una advertencia metodológica obligada: como el **valor terminal** del DCF se calculó con un múltiplo de salida (5,0x) **igual** al múltiplo de comparables, el DCF y el método de múltiplos **no son independientes** —el valor terminal domina el resultado—. La verificación verdaderamente independiente la aporta el valor implícito en los precios de mercado de la deuda (§4.4).

Justificación del múltiplo. El 5,0x no es arbitrario: las comparables del sector de distribución cotizan en un rango de ≈ 5 -7x EV/EBITDA; se adopta el **extremo inferior** (5,0x) por el menor tamaño de Grupo Andino, su mayor apalancamiento y la situación de tensión, factores que justifican un descuento sobre la mediana sectorial. Triangulando el DCF (≈ 515), el múltiplo ajustado ($5,0x \times 100 = 500$) y la señal de mercado, se adopta un EV central ≈ 500 , en un rango de 470 a 530.

4.3 Los suelos: construcción del valor de liquidación

El valor de liquidación no debe afirmarse: se construye activo por activo, aplicando a cada categoría un porcentaje de recuperación realista y restando los costos del proceso. Para Grupo Andino:

Categoría de activo	Valor en libros	% recuperación	Valor de realización
Cuentas por cobrar	175	80%	140
Inventario	190	65%	124
Propiedad, planta y equipo	100	45%	45
Otros activos	30	30%	9
Valor bruto de realización	—	—	318
(-) Costos de liquidación ($\approx 6\%$)	—	—	-18
(=) Valor neto de liquidación	—	—	300

El **valor neto de liquidación (≈ 300)** queda muy por debajo del valor en marcha (500): esa brecha de 200 es el excedente que la reestructuración preserva y reparte, y es la cifra que alimenta el piso de recuperación del capítulo 6. Las recuperaciones bajas del inventario y de la planta —típicas de una venta forzada— explican por

²Valor terminal = $5,0 \times 112 = 560$; descontado: $560 \times 0,5417 \approx 303$. EV (DCF) = $212 + 303 \approx 515$. Cifras redondeadas.

qué liquidar destruye valor. El valor de venta forzada (aún menor) y el valor neto de recuperación por tramo se derivan de forma análoga.³

4.4 Valoración implícita en el mercado de deuda

Cuando la deuda cotiza, el mercado revela dónde rompe el valor: el primer tramo que cotiza por debajo de la par es, típicamente, la garantía fulcrum. Si la deuda garantizada de Grupo Andino cotiza cerca de la par y las notas de la matriz cotizan en torno a 55-60 centavos por peso, el mercado señala que el valor cubre la deuda garantizada y se agota en las notas de la matriz, con una recuperación cercana al 60% —coherente con el análisis en marcha del capítulo 6—. Al apoyarse en precios observados y no en supuestos del modelo, esta es la verificación de valoración independiente del DCF.

4.5 La “moneda” de la recuperación

Un error frecuente es tratar la recuperación como si siempre fuera efectivo. En la práctica, los acreedores reciben una mezcla: efectivo, deuda nueva (take-back paper), capital de la empresa reorganizada, warrants o derechos contingentes (CVR). Recibir el 60% del valor facial en equity reorganizado ilíquido no equivale a recibir el 60% en caja: el valor depende de que el plan se materialice y de la liquidez del instrumento. Toda recuperación debe leerse junto con la moneda en que se paga.

Ejercicios — capítulo 4

1. Con los FCF y el WACC del §4.1, recalculé el EV si el múltiplo de salida baja de 5,0x a 4,0x. ¿Qué efecto tiene sobre la conclusión de viabilidad?
2. La deuda 2º grado cotiza a 70 centavos y las notas de la matriz a 30. ¿Qué le dice el mercado sobre la ubicación del fulcrum?
3. Un acreedor recibe el 50% de su facial: la mitad en caja y la mitad en equity reorganizado. ¿Por qué su recuperación económica probablemente sea inferior al 50%?

5. Estructura de capital, prioridad absoluta y subordinación estructural

Objetivos de aprendizaje

- Ordenar los créditos en la cascada de prioridad.
- Distinguir subordinación contractual de subordinación estructural (opco/holdco).
- Comprender la regla de prioridad absoluta, sus desviaciones y la garantía fulcrum.
- Mapear a los stakeholders y sus incentivos.

5.1 La cascada de prioridad

Los derechos sobre el valor se ordenan en una cascada (waterfall): cada escalón solo cobra cuando el anterior ha quedado satisfecho. De arriba hacia abajo: dinero nuevo con súper-prioridad (DIP); deuda con garantía de

³Los porcentajes de recuperación por categoría son ilustrativos; en la práctica se estiman con tasadores y con la experiencia de liquidaciones comparables. La cartera suele recuperar más (es casi caja); el inventario y los activos específicos, menos, por su iliquidez y su descuento en venta forzada.

1er grado; deuda con garantía de 2º grado; deuda quirografaria senior; deuda subordinada / mezzanine / PIK; y capital.

5.2 Dos formas de subordinación

Subordinación contractual. Un acreedor acepta, por contrato, cobrar después de otro dentro de la misma entidad (p. ej., el 2º grado frente al 1er grado).

Subordinación estructural. Surge de la posición en la estructura societaria, no de un pacto. La deuda en la matriz (HoldCo) es estructuralmente subordinada a la deuda en la operativa (OpCo), porque la matriz solo posee acciones de la operativa, y las acciones son un derecho **residual**: los acreedores de la HoldCo solo cobran del valor que sobra en la OpCo después de pagar a **todos** los acreedores de la OpCo —incluidos los proveedores. Esto produce el resultado contraintuitivo de que un proveedor quirografario de la OpCo puede cobrar antes que un tenedor de “notas senior” de la HoldCo.⁴

5.3 Prioridad absoluta (APR), sus desviaciones y el fulcrum

La **regla de prioridad absoluta** establece que ningún escalón inferior recibe valor hasta que el superior se pague por completo. En liquidación se aplica con rigor; en un acuerdo consensual se observan **desviaciones**, porque los junior y los accionistas “fuera del dinero” poseen valor de estorbo (pueden demorar, litigar o bloquear) y el senior “compra” su cooperación. La **garantía fulcrum** es el tramo donde el valor se agota: queda parcialmente cubierto, y sus tenedores son quienes, al convertir deuda en capital, terminan controlando la empresa reorganizada.

5.4 Mapa de stakeholders

Actor	Objetivo	Palanca
Bancos / garantizados	Recuperación con certeza.	Garantías y prelación; amenaza de ejecución.
Bonistas / junior	Valor residual o control.	Valor de estorbo; conversión a equity.
Accionistas	Control u opcionalidad.	Bloqueo societario; conocimiento del negocio.
Management	Continuidad y permanencia.	Información; ejecución del plan.
Proveedores y clientes	Continuidad comercial.	Crédito comercial; suministro crítico.
Dinero nuevo (DIP)	Retorno alto con prioridad.	Liquidez indispensable; priming.
Estado / reguladores	Empleo, servicio, estabilidad.	Marco legal; intervención en sectores regulados.

6. Análisis de recuperación: el waterfall multitramo

Objetivos de aprendizaje

- Construir un waterfall realista con varios tramos y subordinación estructural.

⁴La subordinación estructural es un concepto central en el análisis de recuperación de grupos: la deuda “más arriba” en la estructura societaria (holding) recupera de último, pues su fuente de pago es el equity residual de las filiales operativas.

- Identificar la garantía fulcrum y calcular la recuperación de cada tramo.
- Evaluar la sensibilidad de las recuperaciones al valor de empresa.

El análisis de recuperación traduce el valor en lo que efectivamente recibe cada acreedor. La recuperación de un tramo es el valor que recibe dividido por su valor facial. Construimos la estructura realista de Grupo Andino.

6.1 Dos marcos de recuperación: el piso y el plan

Antes de calcular hay que declarar el marco, porque un mismo tramo recupera cifras distintas según cuál se use —y confundirlos es un error frecuente—. Empleamos dos, complementarios:

- **Marco de liquidación (el piso / BATNA).** Si la empresa se liquida, se aplica el valor de liquidación y la prioridad estricta: todos los créditos —incluidos los proveedores— compiten por el valor, sin reinstalación. Es el suelo que ningún acreedor aceptaría empeorar (capítulo 13).
- **Marco de empresa en marcha (el plan).** Si la empresa se reorganiza, se aplica el valor en marcha; las obligaciones operativas (proveedores) se **reinstalan** —se pagan en el curso ordinario porque el negocio continúa—, el DIP se refinancia con financiación de salida, y el valor se asigna a la deuda financiera por prioridad. Es el marco del plan del capítulo 12.

La diferencia entre ambos —para el tramo fulcrum— es, precisamente, el valor que crea la reestructuración. Por eso este capítulo calcula los dos.

6.2 La estructura del grupo

La operativa (OpCo) genera el EBITDA y concentra el valor. La matriz (HoldCo) solo posee las acciones de la OpCo. Las obligaciones, por entidad y prioridad: Cifras ilustrativas en COP miles de millones, caso ficticio.

Tramo	Entidad	Facial	Naturaleza
DIP (dinero nuevo)	OpCo	40	Súper-prioridad; se refinancia al salir.
Deuda 1er grado	OpCo	250	Garantizada senior.
Deuda 2º grado	OpCo	120	Garantizada subordinada.
Proveedores (trade)	OpCo	40	Operativa; se reinstala en marcha.
Notas senior	HoldCo	150	Quirografía, estructuralmente subordinada.
Capital	HoldCo	—	Residual.

6.3 Recuperación en marcha (el plan)

Con EV en marcha = 500, los proveedores reinstalados (40, pagados en el curso ordinario) y el DIP refinanciado por financiación de salida (40), el valor disponible para la deuda financiera pre-existente es $500 - 40 (\text{salida}) = 460$. Conviene una precisión: la deuda garantizada no “consume caja”, sino que se **reinstala a la par** (conserva su crédito); el valor del equity es el residual (EV menos toda la deuda retenida), y es ese residual el que recibe

el fulcrum. La cascada de abajo lo presenta paso a paso por claridad, pero equivale a: $\text{equity} = 500 - 40$ (salida) $- 370$ (garantizada) $= 90$.⁵

Paso	Tramo	Facial	Recibe	Recup.	Restante
reinst.	Proveedores (OpCo)	40	40	100% (reinstalados)	—
1	1er grado (OpCo)	250	250	100%	210
2	2º grado (OpCo)	120	120	100%	90
3	Notas (HoldCo)	150	90	60%	0
4	Capital (HoldCo)	—	0	0%	0

La lección de la subordinación estructural

Las **notas “senior” de la HoldCo recuperan 60%**, mientras los **proveedores** de la OpCo cobran 100%. Un humilde acreedor comercial de la operativa queda íntegro y las “notas senior” de la matriz toman una quita —no por su naturaleza, sino por su **posición estructural**: las notas cobran del equity residual de la OpCo, después de toda la deuda financiera de la OpCo; la reinstalación de los proveedores lo refuerza, pues los sitúa, de hecho, por delante. La garantía fulcrum es la nota de la HoldCo: quien la posea controlará la empresa reorganizada al convertirla en capital (capítulo 12).

6.4 Recuperación en liquidación (el piso)

Si en cambio la empresa se liquidara, se aplica el valor de liquidación (300) y todos los créditos compiten, sin reinstalación:

Tramo	Facial	Recibe	Recup.
DIP	40	40	100%
1er grado	250	250	100%
2º grado	120	10	8%
Proveedores	40	0	0%
Notas (HoldCo)	150	0	0%
Capital	—	0	0%

En liquidación, el fulcrum baja al **2º grado (8%)** y las notas de la HoldCo recuperan **0%**. El contraste es la clave: el plan en marcha lleva a las notas de 0% a 60%. **Todo ese 60% es excedente de empresa en marcha capturado por el fulcrum**; de ahí su incentivo a preservar el negocio y a “pagar”, en concesiones, por evitar la liquidación.⁶

6.5 Sensibilidad al valor de empresa (marco en marcha)

Como la valoración es un rango, conviene ver cómo cambia la recuperación del tramo fulcrum (notas HoldCo) según el EV, manteniendo la deuda financiera senior en marcha (salida $40 + 1er\ 250 + 2º\ 120 = 410$):

⁵En un plan de empresa en marcha, los tramos garantizados reinstalados se valoran a la par si la nueva estructura es sostenible; no reciben efectivo. La recuperación del fulcrum es, por tanto, el valor del equity residual, no una distribución de caja. La presentación en cascada se conserva por su valor didáctico.

⁶En este contrafactual el DIP (40) se muestra como crédito porque ya fue girado para sostener la operación. En una liquidación inmediata, sin ese giro, el DIP sería menor o nulo y el valor disponible para los tramos garantizados, algo mayor; el orden de prelación, sin embargo, no cambia.

EV en marcha	Disponible tras senior (EV – 410)	Recup. notas HoldCo (150)	Fulcrum
410	0	0%	Frontera 2º grado / notas
470	60	40%	Notas HoldCo
500	90	60%	Notas HoldCo
560	150	100%	Notas (cubiertas)
610	200	100% + 50 a capital	Capital (en el dinero)

Dentro del rango razonable (470-530), las notas de la matriz son firmemente el fulcrum. Solo por encima de ≈560 el capital recibe valor. Por eso la valoración se litiga con tanta dureza: define quién controla y quién absorbe la pérdida.

Cuándo la valoración se vuelve verdaderamente conflictiva

Aquí el fulcrum es robusto: en todo el rango 470-530, las notas siguen siendo el tramo donde rompe el valor. El conflicto se vuelve **agudo** cuando el rango de valoración **cruza una frontera de tramo**. Si el rango fuera, por ejemplo, 380-450, el fulcrum sería el 2º grado (en el extremo bajo) o las notas (en el alto), y cada parte **anclaría su valoración para ser el fulcrum**: el 2º grado argumentaría un valor bajo para reclamar el control; las notas, uno alto para no quedar fuera del dinero. Identificar el fulcrum no siempre es limpio —y esa ambigüedad es, precisamente, el corazón de la disputa de valoración (capítulo 4) y de la batalla por el control.

Ejercicios — capítulo 6

1. Recalcule la recuperación en marcha si el EV cae a 400. ¿Qué tramo se vuelve el fulcrum y cuál es su recuperación?
2. Explique por qué los proveedores de la OpCo recuperan más que las notas “senior” de la HoldCo. ¿Qué tipo de subordinación lo causa y por qué la reinstalación lo refuerza?
3. Si el DIP (y por ende la financiación de salida) aumentara de 40 a 90, ¿cómo cambia la recuperación en marcha de las notas con EV = 500?

7. Intercreditor agreements y covenant engineering

Objetivos de aprendizaje

- Comprender qué gobierna un intercreditor agreement y por qué condiciona toda la dinámica entre acreedores.
- Distinguir covenants de mantenimiento e incurrence, y el papel de los baskets.
- Reconocer las subsidiarias restringidas y no restringidas como arquitectura, no como anécdota.
- Ver cómo los resquicios de estos contratos habilitan el liability management del capítulo 9.

No se puede entender una reestructuración moderna sin entender los contratos que rigen a los acreedores entre sí. La estrategia, las palancas y, sobre todo, el liability management viven dentro de —y explotan— estos documentos.

7.1 El acuerdo entre acreedores (intercreditor agreement)

Cuando hay varios tramos de deuda sobre el mismo deudor o colateral, un acuerdo entre acreedores (intercreditor agreement, ICA; o agreement among lenders, AAL, dentro de una misma facilidad) define las reglas del juego entre ellos. Sus cláusulas clave:

- **Cascada de pagos (payment waterfall):** el orden en que se distribuye el producto del colateral entre los tramos.
- **Standstill del junior:** el acreedor de 2º grado acepta no ejecutar el colateral durante un período mientras el 1er grado decide remedios.
- **Control de remedios:** define quién dirige la ejecución de garantías —normalmente el grupo senior.
- **Reparto a prorrata (pro rata sharing):** obliga a compartir los pagos del deudor a prorrata entre los prestamistas de una misma clase; su debilitamiento es lo que habilita los uptiers.
- **Prestamistas requeridos (required lenders) y derechos sagrados (sacred rights):** qué decisiones puede tomar una mayoría (típicamente >50%) y cuáles exigen el consentimiento de cada afectado (p. ej., reducir su principal o subordinar su gravamen). El perímetro de los sacred rights es el campo donde se libra el liability management.

7.2 Ingeniería de covenants

Mantenimiento vs. incurrence. Los covenants de **mantenimiento** exigen cumplir un ratio en cada período (p. ej., $\text{Deuda/EBITDA} \leq 4,0x$), y se prueban siempre; son el sistema de alerta del acreedor. Los de **incurrence** solo se prueban cuando el deudor realiza una acción (emitir deuda, pagar dividendos), y son más laxos. La banca apalancada de la última década derivó hacia estructuras **covenant-lite**, con covenants de mantenimiento débiles o ausentes, que retrasan el momento en que el acreedor puede sentar al deudor a negociar.

Baskets y capacidad. Los contratos permiten ciertas acciones hasta límites llamados **baskets** (canastas): de inversión, de deuda adicional, de pagos restringidos. Un **builder/available amount basket** crece con las utilidades retenidas. Individualmente razonables, los baskets pueden combinarse **secuencialmente** para lograr lo que ninguno permitiría por separado —exactamente lo que ocurrió en J.Crew (capítulo 9).

Definición de EBITDA y add-backs. La definición contractual de EBITDA admite “add-backs” (sinergias proyectadas, partidas “no recurrentes”) que inflan el EBITDA y, con él, la capacidad de los baskets y la holgura de covenants. La calidad de esta definición es tan importante como el ratio mismo.

7.3 Subsidiarias restringidas y no restringidas

El “grupo restringido” (restricted group) es el conjunto de entidades sujetas a los covenants y que garantizan la deuda. Una **subsidiaria no restringida** (unrestricted subsidiary) queda **fuera** de ese perímetro: no está sujeta a los covenants ni garantiza la deuda. Designar o capitalizar una subsidiaria no restringida —y transferirle activos— es el mecanismo del drop-down: saca colateral del alcance de los acreedores existentes. Por eso los contratos modernos limitan qué activos (sobre todo la propiedad intelectual) pueden trasladarse y con qué capacidad.⁷

⁷Tras J.Crew, los prestamistas incorporaron “J.Crew blockers”: restricciones a designar como no restringidas a las filiales con PI material y a transferirles activos materiales. Su eficacia ha sido heterogénea.

Por qué este capítulo precede al de liability management

Un uptier explota las cláusulas de required lenders y pro rata sharing; un drop-down explota los baskets de inversión y las subsidiarias no restringidas. Sin el vocabulario de este capítulo, las maniobras del capítulo 9 parecen magia; con él, se ven como lo que son: lecturas agresivas —y disputadas— de un contrato.

8. La caja de herramientas del reestructurador

Objetivos de aprendizaje

- Seleccionar entre las cuatro palancas de la deuda según el diagnóstico.
- Comprender el dinero nuevo con prioridad, el priming y el roll-up.
- Gestionar covenants mediante waivers y resets.

Las palancas actúan sobre cuatro dimensiones de la deuda —calendario, costo, monto y naturaleza— más la inyección de dinero nuevo y la gestión de covenants. El arte es combinar las mínimas necesarias para devolver la deuda a un sendero sostenible sin ceder más valor del imprescindible.

Palanca	Mecanismo	Cuándo se usa
Calendario (plazo)	Extensión de vencimientos, gracia, amend & extend (A&E).	Crisis de liquidez; negocio viable que necesita tiempo.
Costo (tasa)	Reducción de tasa; cupón cash a PIK (capitalizado).	Aliviar la caja sin reducir el principal.
Monto (principal)	Quita / condonación parcial (haircut).	Crisis de solvencia; pasivo superior al valor.
Naturaleza	Conversión de deuda en capital (debt-for-equity).	Desapalancar; el fulcrum toma el control.

8.1 Dinero nuevo y financiación con prioridad

- **Priming / DIP:** dinero nuevo con rango de pago superior al de la deuda preexistente; en Colombia, la financiación priorizada de la Ley 2437.
- **Roll-up:** el proveedor de dinero nuevo arrastra parte de su deuda antigua a la facilidad prioritaria, mejorando su recuperación global.
- **Exit financing:** la financiación que toma a la empresa al salir del proceso y refinancia el DIP —distinta del DIP y crítica para una salida limpia.

8.2 Gestión de covenants

- **Waiver:** dispensa puntual de un incumplimiento, con comisión y más información.
- **Reset:** recalibración de los límites para evitar incumplimientos en cadena.

9. Liability management: J.Crew, Serta y la violencia entre acreedores

Objetivos de aprendizaje

- Explicar las cuatro familias de LME y los resquicios contractuales que explotan.
- Analizar J.Crew (drop-down) y Serta (uptier) como casos canónicos.
- Evaluar el riesgo de litigio y la respuesta del mercado de crédito.

Desde 2020, el mercado de distress —sobre todo en crédito covenant-lite— ha sido transformado por los liability management exercises (LME): operaciones que reordenan el pasivo aprovechando los resquicios de los contratos, a menudo enfrentando a unos acreedores con otros (creditor-on-creditor violence).

9.1 Ofertas de canje (exchange offers)

El deudor ofrece canjear bonos o préstamos por otros nuevos —mayor plazo, distinta prioridad o menor nominal—. Cuando implica pérdida se habla de **distressed exchange**, tratado por las calificadoras como default. Pueden incorporar **exit consents**: quienes aceptan votan, de salida, modificaciones que despojan de protecciones a quienes se quedan.

9.2 Drop-down: el caso J.Crew (2016-2017)

J.Crew, una cadena de ropa, necesitaba refinanciar unas notas PIK con vencimiento próximo. Sus asesores hallaron, en la combinación secuencial de varios **baskets** de inversión de su contrato de crédito —la “trapdoor”—, capacidad para transferir cerca del 72% de sus marcas (valoradas en unos US\$250 millones) a una **subsidiaria no restringida**, fuera del alcance de los prestamistas garantizados. Con esa PI ya “fuera de la red” como colateral, emitió deuda nueva y la usó para canjear las notas PIK. La maniobra inauguró la era del drop-down; J.Crew terminó igualmente en Chapter 11 en 2020, pero había reducido deuda y ganado tiempo.⁸

9.3 Uptier: el caso Serta Simmons (2020)

Serta, fabricante de colchones bajo presión de liquidez, ejecutó en junio de 2020 un **uptier**: una mayoría de prestamistas de 1er grado acordó con la compañía emitir deuda nueva de **súper-prioridad** —unos US\$200 millones de dinero nuevo “first-out” y unos US\$875 millones “second-out” en canje de deuda existente, a razón de unos US\$74 de deuda nueva por cada US\$100 de la antigua— **subordinando** a los prestamistas minoritarios no invitados. La operación se apoyó en una lectura de la cláusula de “open market purchase” del contrato. Desató litigio por presunta violación del deber implícito de buena fe y del trato igualitario; años después, los tribunales han matizado la validez de esa justificación, por lo que conviene verificar el estado vigente de la jurisprudencia.⁹

9.4 Double-dip

El **double-dip** crea para el proveedor de dinero nuevo dos derechos de cobro concurrentes sobre el mismo patrimonio del grupo (p. ej., un crédito directo y, además, una garantía o crédito intercompañía), amplificando su recuperación frente al resto.

⁸J.Crew (2016-2017): transferencia de ~72% de las marcas (~US\$250M) a una subsidiaria no restringida vía baskets de inversión, usadas como colateral de nueva deuda para canjear notas PIK. La operación dio nombre al “J.Crew blocker”. La compañía presentó Chapter 11 en 2020.

⁹Serta Simmons (junio 2020): uptier con ~US\$200M de nuevo dinero “first-out” y ~US\$875M “second-out” en canje (~US\$74 por US\$100), subordinando a la minoría, apoyado en la cláusula de “open market purchase”. Generó litigio (deber implícito de buena fe). La jurisprudencia posterior ha cuestionado la operación; verifíquese el estado actual.

Riesgo y respuesta del mercado

Los LME se apoyan en lo que permite —o no prohíbe— la documentación, y conllevan **riesgo de litigio**: varias operaciones han terminado en tribunales por presuntos incumplimientos del deber de buena fe o del trato igualitario. La respuesta del mercado ha sido contractual: tras Serta proliferaron las cláusulas anti-up-tier; tras J.Crew, los “blockers” de transferencia de PI. Para el acreedor, la lección es que la calidad de la documentación importa tanto como el precio; para el deudor y sus asesores, los LME son palancas poderosas pero jurídicamente expuestas.

10. Mercado de deuda en distress, cost basis y loan-to-own

Objetivos de aprendizaje

- Comprender cómo y por qué se negocia la deuda en distress en el mercado secundario.
- Entender el efecto del cost basis sobre los incentivos y el valor de reserva.
- Describir la estrategia de loan-to-own y la compra de la garantía fulcrum.

10.1 La deuda en distress se negocia

Cuando una empresa se deteriora, su deuda deja de cotizar a la par y pasa a negociarse con descuento en el mercado secundario, a menudo migrando de los prestamistas originales (bancos, inversores institucionales) hacia fondos especializados en distress. Esta rotación de tenedores cambia la mesa de negociación: los nuevos dueños del crédito tienen objetivos, horizontes y tolerancias distintos a los originales.

10.2 El cost basis lo cambia todo

El **cost basis** —el precio al que un acreedor compró su crédito— determina su valor de reserva y, por tanto, su comportamiento. Un fondo que compró el tramo fulcrum a 40 centavos por peso obtiene un retorno enorme con una recuperación del 60%, mientras que un prestamista original a la par registra una pérdida con esa misma recuperación. Ante idénticos términos, ambos votan distinto. Por eso, en toda negociación, conviene preguntar no solo **quién** tiene el crédito, sino **a qué precio lo compró**.

10.3 Loan-to-own

La estrategia **loan-to-own** —“prestar para poseer”— consiste en adquirir, con descuento, la **garantía fulcrum** con el objetivo de convertir ese crédito en el **control** de la empresa reorganizada. El inversor acumula una posición de bloqueo o de mayoría en el tramo donde rompe el valor, dirige (o veta) el plan de reestructuración y, mediante una conversión de deuda en capital, recibe el equity de la compañía saneada. Es la vía por la que muchos fondos de distress se convierten en dueños de negocios viables con balances rotos —comprando el pasivo, no el activo.

Síntesis para el profesional

Identificar la garantía fulcrum (capítulo 6) no es solo un ejercicio de recuperación: es el mapa de quién puede ejecutar una estrategia de loan-to-own. El que entienda dónde rompe el valor, quién posee ese tramo y a qué cost basis lo compró, entiende quién controlará la empresa al final del proceso.

11. Vías de ejecución y dimensión transfronteriza

Objetivos de aprendizaje

- Elegir entre workout extrajudicial, prepack y proceso judicial.
- Conocer los principios INSOL del workout multiacreedor.
- Comprender la dimensión transfronteriza: COMI, reconocimiento y elección de foro.

11.1 El workout extrajudicial y los principios INSOL

El acuerdo extrajudicial es una renegociación privada y consensual: más rápido, barato, confidencial y flexible que un proceso judicial. Su talón de Aquiles es el holdout. La práctica internacional lo codificó en el London Approach y en los principios INSOL para workouts multiacreedor:

1. Standstill: los acreedores se abstienen de ejecutar durante un período acotado para obtener y evaluar información y formular propuestas.
2. No mejora de posición relativa durante el standstill; el deudor no disipa activos.
3. Coordinación mediante comités representativos y asesores.
4. Acceso oportuno a la información, bajo confidencialidad.
5. Prioridad de pago para el dinero nuevo aportado durante el proceso.

11.2 Prepack y proceso judicial

El prepack se negocia extrajudicialmente y luego se lleva ante la autoridad, ya consensuado, para su confirmación y la fuerza vinculante. El proceso judicial pleno aporta tres atributos: la suspensión (stay) que frena las ejecuciones; el arrastre de disidentes (cram-down), con la salvaguarda del mejor interés (al menos el valor de liquidación) y, en el arrastre de una clase, el respeto a la prioridad absoluta; y la prioridad para el dinero nuevo.

Dos pruebas distintas en el cram-down (y una advertencia de jurisdicción)

En el **derecho estadounidense** conviven dos pruebas que no deben confundirse. El **test del mejor interés** (best interests) compara la propuesta con la **liquidación**: cada acreedor disidente debe recibir al menos lo que obtendría en ella. La **regla de prioridad absoluta** (fair and equitable) opera al arrastrar a una **clase** disidente: ninguna clase inferior puede recibir valor si una clase superior disidente no ha sido pagada por completo. Los planes consensuales se desvían a menudo de la APR; los impuestos por cram-down, no.

Advertencia. Este andamiaje APR/fair-and-equitable es **estadounidense**. El régimen **colombiano** no opera por una prueba de prioridad absoluta clase-por-clase al estilo de EE. UU.: la confirmación del juez vincula a los disidentes a través de las **mayorías legales por categorías** y del respeto a la **prelación legal de créditos** (Ley 1116, capítulo 15). Es un mecanismo distinto, aunque cumpla la misma función de arrastrar a la minoría; no debe trasladarse la doctrina estadounidense sin más al caso colombiano.

11.3 Dimensión transfronteriza

En grupos con activos y acreedores en varios países, la elección de foro es estratégica. El **centro de intereses principales** (COMI) determina cuál es el proceso “principal”; la **Ley Modelo CNUDMI** (Chapter 15 en EE. UU.,

CBIR en el Reino Unido, incorporada en la Ley 1116 colombiana) regula el reconocimiento y la cooperación entre procesos. Emisores latinoamericanos han acudido al Chapter 11 estadounidense o a los esquemas ingleses para acceder a herramientas —DIP prioritario, cram-down entre clases, stay global— más potentes que las de su régimen doméstico. Avianca (capítulo 16) es un ejemplo de esa elección de foro.

12. Arquitectura del acuerdo: desapalancamiento, debt-for-equity, DIP y modelación

Objetivos de aprendizaje

- Dimensionar el desapalancamiento a partir del DSA.
- Estructurar una conversión de deuda en capital y medir su impacto.
- Construir un flujo de caja de 13 semanas y un debt schedule, y calcular el DSCR.

12.1 Dimensionar el desapalancamiento

Del DSA surge la deuda que la empresa puede servir con holgura. La deuda financiera actual es 560 (DIP 40 + 1er 250 + 2º 120 + notas HoldCo 150), es decir 5,6x EBITDA. Convertir el tramo fulcrum —las notas de la HoldCo (150)— la lleva a 410, es decir $\approx 4,1x$: un nivel sostenible, aunque no el mínimo teórico. Bajar hasta 3,0x exigiría además impugnar el 2º grado, que en este caso está plenamente cubierto y no es el fulcrum; el plan se diseña, entonces, para un apalancamiento objetivo prudente de $\approx 4,0x$, convirtiendo el fulcrum y dejando intactos los tramos garantizados.

12.2 Conversión de deuda en capital

El plan reinstala la deuda garantizada de la OpCo (1er + 2º grado = 370, con plazos extendidos), reinstala a los proveedores (curso ordinario), repaga el DIP con financiación de salida de 40 y convierte las notas de la HoldCo (150) en el nuevo capital. El valor del nuevo equity es el EV menos toda la deuda financiera que la empresa reorganizada conserva —incluida la financiación de salida:

Concepto	Valor
Valor de empresa (EV)	500
(-) Financiación de salida (repaga el DIP)	40
(-) Deuda garantizada reinstalada (1er + 2º grado)	370
(=) Valor del nuevo equity	90
Notas HoldCo convertidas (facial)	150
Recuperación de las notas (90 / 150)	60%

Las notas reciben acciones por valor de 90 a cambio de su crédito de 150 —una recuperación del **60%, idéntica a la del análisis en marcha del capítulo 6**— y toman el control. El capital antiguo queda diluido; puede concederse un paquete pequeño de **warrants** por su consentimiento. **Advertencia:** ese 60% es valor en equity reorganizado **ilíquido**; su realización depende de que el plan se materialice. Cifras ilustrativas en COP miles de millones, caso ficticio.

Reconciliación de los dos marcos

La nota de la HoldCo recupera **0% en liquidación** (§6.4), **60% en marcha** (§6.3) y **60% al ejecutarse el plan** (aquí). Los dos últimos coinciden porque usan el mismo marco —empresa en marcha, con proveedores reinstalados y el DIP refinanciado por la financiación de salida—. El error de tratar los proveedores o el DIP como créditos que absorben el valor en marcha produciría cifras incoherentes; declarar el marco lo evita.

12.3 Impacto en el apalancamiento

Métrica	Antes	Después
Deuda financiera total	560	410
EBITDA	100	100
Deuda / EBITDA	5,6x	4,1x
Gasto financiero (≈10%)	56	41
ICR (EBITDA / intereses)	1,8x	2,4x

La deuda financiera después incluye la financiación de salida (40) más la garantizada reinstalada (370) = 410; las notas convertidas dejan de ser deuda. El apalancamiento baja de 5,6x a 4,1x y el ICR sube de 1,8x a 2,4x: sostenible, aunque sin el exceso de holgura que daría un desapalancamiento más agresivo.

Nota de modelación. El gasto financiero usa una tasa combinada de ≈10% por simplicidad. En un modelo real, la deuda garantizada reinstalada conserva su tasa original (menor) y la financiación de salida cobra una tasa más alta por el riesgo; el ICR efectivo dependería de esa mezcla por tramo.

12.4 Modelación: 13 semanas, debt schedule y DSCR

El profesional no reestructura leyendo conceptos: modela. Dos herramientas son ineludibles.

a) Flujo de caja de 13 semanas

Es el instrumento central de la gestión de liquidez en distress: proyecta semana a semana los ingresos y egresos de caja para anticipar el punto de mínima liquidez y dimensionar el dinero nuevo. Excerpto ilustrativo (primeras semanas, en COP miles de millones):

Semana	1	2	3	4	5	6
Recaudos	30	28	26	31	29	30
(-) Proveedores	18	20	22	19	18	17
(-) Nómina	6	0	6	0	6	0
(-) Servicio de deuda	0	0	12	0	0	12
(=) Flujo neto	6	8	-14	12	5	1
Caja acumulada	16	24	10	22	27	28

El modelo revela el punto de mínima liquidez (semana 3, tras el servicio de deuda) y permite decidir si hace falta un standstill o dinero nuevo antes de tocar fondo.

b) Debt schedule y DSCR

El CFADS (flujo de caja disponible para el servicio de la deuda) se compara con el servicio total para obtener el DSCR, antes y después del acuerdo:

Concepto	Antes	Después
EBITDA	100	100
(-) Impuestos en efectivo + Capex + Δ capital de trabajo	45	45
(=) CFADS	55	55
Servicio de deuda (intereses + amortización)	75	47
DSCR (CFADS / servicio)	0,73x	1,17x

El acuerdo lleva el DSCR de 0,73x (la caja no cubre el servicio) a 1,17x (lo cubre con holgura). El servicio “después” (47) se compone de intereses (41) y amortización (6). Esta es la prueba cuantitativa de que la nueva estructura es sostenible.

Ejercicios — capítulo 12

1. Con el flujo de 13 semanas, ¿cuánto dinero nuevo mínimo se necesitaría si la caja inicial fuera 6 en lugar de 10 y el deudor exige no bajar de 5?
2. Recalcule el DSCR “después” si la amortización se difiere por completo dos años (solo intereses $\approx$ 41). ¿Mejora la sostenibilidad de corto plazo? ¿A qué costo?
3. En §12.2, ¿qué recuperación tendrían las notas HoldCo si el EV fuera 470 en lugar de 500?

13. Negociación, teoría de juegos y sesgos conductuales

Objetivos de aprendizaje

- Formular la negociación en términos de BATNA y valor de reserva.
- Analizar el holdout como problema de acción colectiva.
- Reconocer los sesgos conductuales que distorsionan las decisiones.

13.1 BATNA: el suelo de liquidación como mejor alternativa

La mejor alternativa a un acuerdo negociado (BATNA) de cada acreedor es, casi siempre, su **recuperación en liquidación**. Ese es su valor de reserva: ningún acreedor racional aceptará menos de lo que obtendría liquidando. Por eso el waterfall de liquidación no es un dato técnico sino el **piso de toda la negociación**: fija el mínimo de cada parte y, con ello, el rango dentro del cual hay acuerdo posible. El excedente del going concern sobre la liquidación es el pastel a repartir.

13.2 El holdout como problema de acción colectiva

En un workout consensual, cada acreedor preferiría que **los demás** hagan concesiones mientras él cobra íntegro: es un problema de **free-rider**. Si todos razonan así, no hay acuerdo y todos terminan en una liquidación que a nadie conviene —un dilema del prisionero multiparte. El **holdout** explota esa lógica: se niega a participar para capturar valor a costa del sacrificio ajeno. Las soluciones son institucionales: el **cram-down** judicial elimina el incentivo a holdout (la mayoría arrastra a la minoría), y los exit consents lo penalizan contractualmente.

13.3 Hold-up y formación de coaliciones

El proveedor de un insumo crítico —dinero nuevo, un consentimiento indispensable— puede ejercer hold-up: exigir una porción desproporcionada del valor a cambio de no bloquear. Y como las decisiones se toman por mayorías y por clases, la formación de coaliciones es decisiva: un acreedor que arma una mayoría de bloqueo en su clase obtiene un poder que su monto individual no le daría. Buena parte de la táctica de reestructuración consiste en construir —o impedir— coaliciones.

13.4 Sesgos conductuales

- **Anclaje:** la primera cifra de valoración condiciona toda la discusión; de ahí la importancia de anclar primero con una valoración defendible.
- **Aversión a la pérdida y “valor-opción”:** el accionista fuera del dinero pelea irracionalmente por retener algo, sobrevalorando la opcionalidad de una recuperación improbable.
- **Coste hundido:** acreedores y sponsors persisten en posiciones perdedoras por lo ya invertido, retrasando el reconocimiento de la realidad.
- **Exceso de confianza:** cada parte sobreestima la fortaleza de su posición legal y de su valoración, ampliando la brecha negociadora.

14. Fiscalidad del distress y derecho de impugnación

Objetivos de aprendizaje

- Reconocer los efectos fiscales que pueden destruir o crear valor en un acuerdo.
- Comprender las acciones de impugnación que limitan las maniobras pre-concursales.

14.1 Fiscalidad: un componente que mueve valor

- **Renta por condonación de deuda (CODI):** la quita puede generar para el deudor un ingreso gravable por el monto condonado, erosionando el alivio. El diseño debe anticipar este efecto y sus excepciones.
- **Pérdidas fiscales acumuladas (NOLs):** son un activo valioso; un cambio de control —como el que produce un debt-for-equity— puede limitar su uso futuro. Preservarlas es a menudo un objetivo del diseño.
- **Tratamiento de la conversión y de las garantías:** la capitalización de pasivos y la transferencia de activos pueden gatillar impuestos a las ganancias, de timbre o de registro. Validar el efecto de cada palanca antes de cerrar es obligatorio.

14.2 Derecho de impugnación: los límites a lo que se hizo antes

El marco concursal puede **revisar y revertir** actos anteriores a la apertura que perjudicaron a los acreedores:

- **Acción revocatoria / transferencia fraudulenta (fraudulent transfer):** permite atacar transferencias de activos por debajo de su valor o destinadas a defraudar acreedores. Es la doctrina que limita, en última instancia, los drop-downs.
- **Preferencias (preferences):** pagos a ciertos acreedores en el período previo a la apertura pueden revertirse para restaurar la igualdad entre ellos.

- **Subordinación equitativa:** un tribunal puede degradar la prioridad de un acreedor que actuó indebidamente en perjuicio de los demás.

Por qué importa al diseñador del acuerdo

Estas doctrinas son el contrapeso de las maniobras agresivas: un drop-down puede ser atacado como transferencia fraudulenta; un pago pre-concursal, como preferencia. Estructurar sin considerarlas expone el acuerdo a ser deshecho. La fiscalidad y la impugnación no son notas al margen: pueden determinar si el valor que se creyó preservar sobrevive.

15. Marco legal colombiano: Ley 1116 y Ley 2437 de 2024

Objetivos de aprendizaje

- Dominar la arquitectura de la Ley 1116 (reorganización y liquidación).
- Conocer los mecanismos de la Ley 2437 de 2024, incluida la financiación priorizada.

15.1 Ley 1116 de 2006: el régimen marco

La Ley 1116 estableció el Régimen de Insolvencia Empresarial, con dos finalidades: recuperar y conservar la empresa viable (reorganización) y liquidar de forma pronta y ordenada cuando la recuperación no es posible.

- **Competencia:** la Superintendencia de Sociedades (funciones jurisdiccionales) y los jueces civiles del circuito.
- **Supuestos de admisión:** cesación de pagos (incumplimiento de dos o más obligaciones por más de 90 días, o dos o más ejecuciones, en proporción relevante) e incapacidad de pago inminente.
- **Efectos del inicio:** suspensión de ejecuciones e ineficacia de ciertos actos dispositivos previos.
- **Prelación de créditos:** laborales y de seguridad social, garantías, créditos fiscales y, por último, quirografarios, conforme al Código Civil.
- **Mayorías y confirmación:** el acuerdo requiere las mayorías legales (con respaldo de varias categorías de acreedores) y la confirmación del juez, que lo hace vinculante para todos —el cram-down colombiano.
- **Promotor:** auxiliar de la justicia que acompaña la negociación sin desplazar a los administradores, que conservan sus funciones bajo supervisión.
- **Insolvencia transfronteriza:** incorpora la Ley Modelo CNUDMI/UNCITRAL.

15.2 Ley 2437 de 2024: lo excepcional vuelto permanente

La Ley 2437 de 2024 convirtió en permanentes los mecanismos introducidos de forma transitoria por los Decretos Legislativos 560 y 772 de 2020. No reemplaza la Ley 1116: la complementa y la mantiene como régimen subsidiario.

- **Reorganización abreviada y liquidación simplificada** para deudores de menor tamaño (según umbral de activos en salarios mínimos).
- **Negociación de emergencia** de un acuerdo, ágil y de duración acotada, bajo supervisión.

- **Financiación priorizada:** crédito nuevo durante la negociación con rango preferente —el análogo del DIP.
- **PRES ante cámaras de comercio** (recuperación empresarial, con validación judicial posterior) y **salvamento por acreedores** (aporte de capital para evitar la liquidación).

Nota de uso profesional

Esta sección es un mapa orientador, no una opinión legal. El diseño concreto —mayorías, prelación, financiación priorizada, efectos tributarios— debe validarse con asesoría jurídica especializada y verificarse contra el texto vigente y su reglamentación.

16. Casos: internacionales y colombianos

Objetivos de aprendizaje

- Conectar cada técnica del texto con el caso real que la hizo doctrina.
- Extraer lecciones de procesos colombianos e internacionales.

Cada caso se elige por la lección que ancla. Las cifras provienen de información pública (superintendencias, registros judiciales, filings y prensa).

16.1 Internacionales

- **J.Crew (2016-17) — drop-down.** Cómo los baskets de inversión y una subsidiaria no restringida permiten sacar colateral (la PI) del alcance de los acreedores. Origen del “J.Crew blocker”.
- **Serta Simmons (2020) — uptier.** Cómo una mayoría de prestamistas se otorga súper-prioridad y subordina a la minoría, y el riesgo de litigio por el deber de buena fe.
- **Hertz (2020-21) — el fulcrum sube hasta el equity.** Cuando el valor de los activos se recuperó, la empresa resultó solvente y los **accionistas recibieron valor** en el plan —un caso real de la fila “EV alto” de la tabla de sensibilidad del capítulo 6, y un recordatorio de los intereses post-petición en deudores solventes.
- **LATAM (2020-22) — límites a la conversión DIP-a-equity.** El tribunal rechazó una conversión del DIP en capital con descuento por considerarla un plan encubierto (sub rosa): hay límites a lo que un DIP puede capturar. Contraste útil con Avianca.¹⁰

16.2 Colombianos

- **Avianca (2020-21) — Chapter 11, DIP y elección de foro.** La aerolínea acudió al Chapter 11 estadounidense, obtuvo financiación DIP cercana a US\$2.000 millones (en dos tramos, con roll-up y gravámenes priming, y opción de conversión del tramo subordinado en capital), eliminó más de

¹⁰En LATAM, el tribunal objetó la opción de conversión del Tramo C del DIP en equity con descuento, por considerar que predeterminaba el reparto de valor sin el escrutinio propio de un plan; el DIP se reestructuró sin esa conversión.

US\$1.000 millones de deuda neta y salió en diciembre de 2021. Ilustra el DIP con roll-up y la elección estratégica de jurisdicción.¹¹

- **Electricaribe (2016-21) — inviabilidad e intervención.** Distribuidora no viable: la Superservicios ordenó la toma de posesión (2016), luego con fines liquidatorios; la operación se preservó con nuevos operadores (Air-e, Afinia) desde 2020 y la liquidación se ordenó en 2021. Enseña el juicio de viabilidad y la diferencia entre liquidar la entidad y preservar la operación.
- **Conalvías (2015-16) — reorganización Ley 1116.** Reorganización doméstica por ~COP 1,2 billones, graduada por clases y confirmada judicialmente. Enseña el proceso local y, además, que un acuerdo confirmado no garantiza la supervivencia si el entorno no la permite.

Síntesis de casos

Drop-down → J.Crew; uptier → Serta; fulcrum-a-equity → Hertz; límites del DIP → LATAM; DIP y foro → Avianca; viabilidad e intervención → Electricaribe; reorganización doméstica → Conalvías. Juntos, cubren todo el arco del texto, de la técnica de vanguardia al régimen local.

17. Perspectiva sistémica: el lente de política pública

Objetivos de aprendizaje

- Distinguir la fase de contención de crisis de la fase de reestructuración.
- Comparar los enfoques de intervención estatal y su eficacia.

Cuando el distress es sistémico —una crisis arrastra a un sector entero— cambian las reglas: la disponibilidad de crédito, el apetito de los acreedores y la probabilidad de intervención estatal. El marco del Fondo Monetario Internacional es útil.

Conviene distinguir la **fase de contención** —mercados congelados, precios cayendo, macro incierto, en la que solo caben medidas marginales (prórrogas, standstills)— de la **fase de reestructuración**, en la que, estabilizado el macro, se emprenden las decisiones de fondo.

Enfoque	Quién determina el reparto	Valoración
Caso por caso (mercado)	Privados; el Estado solo reforma el marco y apoya al sector financiero.	Adecuado si la escala es manejable.
Generalizado (Estado)	El gobierno fija método y distribución para todos.	Costoso para la deuda pública; daña la cultura de crédito.
Intermedio	Negociación privada con incentivos fiscales y reforma legal.	Suele ser el más eficaz: apalanca capital privado.

La respuesta colombiana a la pandemia —Decretos 560 y 772 de 2020, hoy permanentes vía Ley 2437— es, leída con este marco, un ejemplo del **enfoque intermedio**. Para el profesional: en plena contención, el dinero

¹¹Avianca: Chapter 11 ante el Distrito Sur de Nueva York (mayo 2020); DIP ~US\$2.000M (Tramo A senior y Tramo B subordinado con opción de conversión en equity), roll-up de deuda preexistente y priming liens; salida en diciembre de 2021.

nuevo escasea y conviene asegurar liquidez antes que perseguir la estructura óptima; anticipar la intervención estatal puede cambiar la estrategia y el cálculo de recuperaciones.

18. Proceso, gobernanza y asesores

18.1 Secuencia típica

1. Detección y diagnóstico: liquidez/solvencia, valoración y localización del fulcrum.
2. Estabilización: asegurar liquidez mínima (flujo de 13 semanas); standstill o waiver.
3. Análisis y plan: DSA, desapalancamiento, waterfall pro forma.
4. Negociación: comités de acreedores, información bajo confidencialidad, propuestas.
5. Documentación y cierre: term sheet, acuerdos definitivos y, si aplica, confirmación judicial.
6. Implementación y seguimiento: nueva estructura, covenants y plan operativo.

18.2 Asesores

- **Asesor financiero / de reestructuración:** diagnóstico, valoración, DSA, diseño y orquestación de la negociación.
- **Asesor legal:** define la vía, estructura prelación y garantías, gestiona el riesgo de litigio e impugnación.
- **Revisor independiente del negocio (IBR) y, en casos profundos, un CRO** (chief restructuring officer) que conduce la operación y la liquidez.

18.3 Principios de negociación

- Anclar en datos: una valoración y un DSA defendibles son la mejor arma.
- Pedir con ambición, ceder con criterio.
- Gestionar la información de forma oportuna y simétrica.
- Resolver el holdout por diseño: incentivos o cram-down.

19. Checklist del profesional

Diagnóstico y valoración

- ¿Liquidez o solvencia? ¿El negocio es viable una vez saneado el balance?
- ¿Cuánto vale en marcha (DCF + múltiplos + implícito de mercado) y en liquidación? ¿Qué rango?
- ¿Dónde está el fulcrum, considerando la subordinación estructural del grupo?

Contratos y estrategia

- ¿Qué dicen el intercreditor y los covenants? ¿Hay baskets o subsidiarias no restringidas que habiliten — o expongan a— un LME?
- ¿Quién posee el fulcrum y a qué cost basis? ¿Hay una amenaza (u oportunidad) de loan-to-own?
- ¿Qué combinación de palancas devuelve la deuda a un sendero sostenible con el mínimo valor cedido?
- ¿Se necesita dinero nuevo? ¿Quién aporta el DIP y cómo afecta la recuperación del fulcrum?

Ejecución y cierre

- ¿Extrajudicial, prepack o concursal? ¿Conviene un foro extranjero (COMI)? ¿Hay holdouts que exijan cram-down?
- ¿Respetar el waterfall pro forma la prelación? ¿Recibe cada acreedor al menos su valor de liquidación (BATNA)?
- ¿Es sostenible la estructura post-acuerdo ($DSCR > 1$, apalancamiento objetivo) bajo estrés?
- ¿Se validaron los efectos fiscales (CODI, NOLs) y el riesgo de impugnación (fraudulent transfer, preferencias)?
- En Colombia: ¿mayorías, prelación, financiación priorizada y tributación validadas con asesoría legal?

20. Glosario

Término	Definición
Add-back	Ajuste que suma al EBITDA partidas “no recurrentes” o sinergias proyectadas; infla la capacidad de baskets y covenants.
BATNA	Mejor alternativa a un acuerdo negociado; en distress, suele ser la recuperación en liquidación.
Basket (canasta)	Límite contractual hasta el cual el deudor puede realizar una acción (invertir, endeudarse, pagar dividendos).
CFADS	Flujo de caja disponible para el servicio de la deuda; numerador del DSCR.
CODI	Renta gravable por condonación de deuda que puede generar una quita.
Cost basis	Precio al que un acreedor adquirió su crédito; determina su valor de reserva.
Covenant-lite	Crédito con covenants de mantenimiento débiles o ausentes.
Cram-down	Imposición del plan a la minoría/clase disidente, aprobado por mayorías y confirmado por la autoridad.
DIP / financiación priorizada	Dinero nuevo con rango de pago preferente sobre la deuda preexistente.
Distressed exchange	Canje de deuda con pérdida para el acreedor; suele tratarse como default.
Double-dip	Estructura que da al financista dos derechos de cobro concurrentes sobre el mismo patrimonio.
Drop-down	Transferencia de activos a una subsidiaria no restringida, fuera del alcance de los acreedores.
DSA	Análisis de sostenibilidad de deuda bajo escenarios.
Exit financing	Financiación que saca a la empresa del proceso y refinancia el DIP.
Fulcrum security	Tramo donde se agota el valor; sus tenedores suelen tomar el control.
Haircut / quita	Reducción del valor nominal del crédito que el acreedor condona.
Holdout	Acreedor que no participa en el acuerdo pero se beneficia del sacrificio ajeno.
Intercreditor agreement (ICA)	Contrato que rige las relaciones entre tramos de acreedores (cascada, standstill, remedios).
Loan-to-own	Estrategia de comprar la garantía fulcrum con descuento para tomar el control vía conversión.

Término	Definición
NOLs	Pérdidas fiscales acumuladas; activo que un cambio de control puede limitar.
PIK (pay-in-kind)	Interés que se capitaliza en lugar de pagarse en efectivo.
Pro rata sharing	Cláusula que obliga a compartir pagos a prorrata; su debilitamiento habilita los uptiers.
Regla de prioridad absoluta (APR)	Ninguna clase inferior cobra si una superior disidente no se paga íntegra.
Required lenders / sacred rights	Decisiones que toma una mayoría vs. las que requieren el consentimiento de cada afectado.
Roll-up	El proveedor del dinero nuevo sube parte de su deuda antigua a la facilidad prioritaria.
Subordinación estructural	La deuda de la matriz cobra de último, del equity residual de la operativa.
Uptier	Una mayoría emite deuda con prioridad superior y subordina a la minoría.
Waterfall	Cascada de prelación que reparte el valor entre los tramos.

21. Anexos: métricas, jurisdicciones, flujo de caja y soluciones

Anexo A — Métricas y fórmulas

Métrica	Fórmula	Para qué sirve
Deuda Neta / EBITDA	$(\text{Deuda total} - \text{Caja}) / \text{EBITDA}$	Apalancamiento.
ICR	$\text{EBITDA (o EBIT)} / \text{Gasto de intereses}$	Cobertura de intereses.
DSCR	$\text{CFADS} / (\text{Intereses} + \text{Amortización})$	Cobertura del servicio de deuda.
FCCR	$(\text{EBITDA} - \text{Capex} - \text{Impuestos}) / (\text{Intereses} + \text{Capital} + \text{Arriendos})$	Cobertura de cargos fijos.
LTV	$\text{Deuda} / \text{Valor del activo (o colateral)}$	Riesgo frente al colateral.
Recovery rate	$\text{Valor recibido} / \text{Valor facial}$	Recuperación de un tramo.
CFADS	$\text{EBITDA} - \text{Impuestos en efectivo} - \text{Capex} - \Delta \text{capital de trabajo}$	Caja para el servicio de la deuda.

Anexo B — Comparación jurisdiccional (orientativa)

Dimensión	EE. UU. (Chapter 11)	Reino Unido	Colombia (Ley 1116 + 2437)
Quién administra	Deudor en posesión (DIP).	Administradores conservan gestión.	Deudor; promotor acompaña.
Suspensión	Automatic stay.	Moratoria asociada al proceso.	Efectos del inicio.
Arrastre	Cram-down inter-clase (APR + best interest).	Restructuring Plan (Part 26A): cross-class cram-down.	Confirmación judicial vincula a disidentes.
Dinero nuevo	DIP financing (§364).	Rescate vía plan.	Financiación priorizada (Ley 2437).
Mayorías	Por clase (2/3 monto, 1/2 número).	75% del valor por clase.	Categorías + mayoría absoluta.

Dimensión	EE. UU. (Chapter 11)	Reino Unido	Colombia (Ley 1116 + 2437)
Transfronterizo	Chapter 15.	CBIR (Model Law).	Ley Modelo CNUDMI (Ley 1116).

Anexo C — Plantilla de flujo de caja de 13 semanas

Estructura mínima (las filas se proyectan para 13 semanas): Caja inicial · (+) Recaudos de clientes · (–) Pagos a proveedores · (–) Nómina y prestaciones · (–) Impuestos · (–) Servicio de deuda · (–) Capex · (=) Flujo neto semanal · (=) Caja final · Disponibilidad de revolvente · Liquidez total. El objetivo es identificar la semana de mínima liquidez y dimensionar el dinero nuevo o el standstill necesarios.

Anexo D — Soluciones a los ejercicios

Capítulo 4

- 4.1 Con múltiplo de salida 4,0x: valor terminal = $4,0 \times 112 = 448$; descontado ($\times 0,54$) ≈ 242 ; EV $\approx 212 + 242 \approx 454$. Sigue muy por encima del valor de liquidación (300), de modo que la reestructuración preserva más valor que la liquidación; la conclusión de viabilidad se mantiene, con menos holgura.
- 4.2 El primer tramo que cotiza por debajo de la par es el 2º grado (70 centavos): ahí empieza a romperse el valor, de modo que el fulcrum es el 2º grado (parcialmente cubierto, $\sim 70\%$); las notas de la matriz (30) están más profundamente fuera del dinero.
- 4.3 Porque la mitad pagada en equity reorganizado es ilíquida y contingente al éxito del plan; su valor realizable suele ser inferior al valor de plan, de modo que la recuperación económica cae por debajo del 50%.

Capítulo 6

- 6.1 (marco en marcha) Con EV = 400: valor a la deuda financiera = $400 - 40$ (salida) = 360; 1er grado 250 $\rightarrow$ restan 110; 2º grado 120 $\rightarrow$ recibe 110 = 92% y se vuelve el fulcrum; las notas de la HoldCo recuperan 0%. El fulcrum baja del tramo de las notas al 2º grado.
- 6.2 Subordinación estructural: las notas de la matriz cobran del equity residual de la OpCo, después de toda la deuda financiera de la OpCo. La reinstalación de los proveedores lo refuerza: al pagarse en el curso ordinario (100%), quedan de hecho por delante de las notas (60%). No es por la naturaleza del crédito, sino por su posición societaria.
- 6.3 (marco en marcha) Con DIP/salida = 90 y EV = 500: valor a la deuda financiera = $500 - 90 = 410$; 1er 250 + 2º 120 = 370 $\rightarrow$ restan 40; notas 40/150 = 27%. El mayor dinero nuevo prioritario diluye al fulcrum, de 60% a 27%.

Capítulo 12

- 12.1 La caja toca su mínimo en la semana 3. Con caja inicial 6 (en vez de 10), la trayectoria baja 4 en todas las semanas: el mínimo sería ≈ 6 en la semana 3; para no bajar de 5 bastaría $\approx 0-1$ de dinero nuevo de colchón, aunque la prudencia sugeriría más ante la volatilidad de recaudos.
- 12.2 Con solo intereses (≈ 41), el DSCR de corto plazo = $55/41 \approx 1,34x$: mejora la liquidez inmediata, pero a costa de posponer la amortización (el principal no baja), lo que puede recrear el problema al vencer el diferimiento.

- 12.3 Con EV = 470: nuevo equity = $470 - 410$ (salida 40 + garantizada 370) = 60; recuperación de las notas HoldCo = $60/150 = 40\%$.

22. Fuentes y lecturas recomendadas

- **Textos de referencia:** Moyer, Distressed Debt Analysis; Gilson, Creating Value Through Corporate Restructuring; Turnaround Management Association (CTP Body of Knowledge).
- **FMI:** Laryea, Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises, IMF SPN/10/02 (2010).
- **INSOL / CNUDMI:** Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts; Ley Modelo sobre Insolvencia Transfronteriza y Guía Legislativa.
- **Colombia:** Ley 1116 de 2006; Ley 2437 de 2024; Decretos Legislativos 560 y 772 de 2020; Ley 1676 de 2013. Verificar el texto vigente.
- **Liability management:** literatura de práctica y académica sobre J.Crew, Serta, Revlon, TriMark y la respuesta del mercado de crédito; jurisprudencia asociada (verificar el estado vigente).
- **Casos:** Superintendencia de Sociedades y de Servicios Públicos Domiciliarios, registros judiciales, filings ante la SEC y prensa económica (Avianca, Electricaribe, Conalvías, LATAM, Hertz).

Aviso: texto de referencia profesional y académico con fines formativos. No constituye asesoría legal, financiera ni tributaria. El caso "Grupo Andino" es ficticio y sus cifras ilustrativas. Toda operación debe estructurarse con asesoría especializada y verificarse contra la normativa vigente.