

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ESTUDIOS AVANZADOS  
EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**RECUPERACIÓN DE EMPRESAS EN SITUACIÓN DE ESTRÉS  
FINANCIERO: EL CASO DE SACYR, S.A.**

**[Recovery of Financially Distressed Companies: the case of  
Sacyr, S.A.]**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER**



Artur de Alencar Paes Leme Garcia, septiembre de 2019





**Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones**

**RECUPERACIÓN DE EMPRESAS EN SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO: EL CASO DE SACYR, S.A.**

**[Recovery of Financially Distressed Companies: the case of Sacyr, S.A.]**

Trabajo Fin de Máster presentado para optar al Título de Máster Universitario en Estudios Avanzados en Dirección de Empresas por Artur de Alencar Paes Leme Garcia, siendo los tutores del mismo los Doctores María José Palacín Sánchez y Francisco Javier Canto Cuevas.

Vº. Bº. del Tutor/a:

Alumno/a:

D/Dª.

D/Dª.

Sevilla, septiembre de 2019



**MÁSTER UNIVERSITARIO EN ESTUDIOS AVANZADOS EN DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**

**TRABAJO FIN DE MÁSTER  
CURSO ACADÉMICO [2018-2019]**

TÍTULO:

**RECUPERACIÓN DE EMPRESAS EN SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO: EL CASO DE SACYR, S.A.**

**[Recovery of Financially Distressed Companies: the case of Sacyr, S.A.]**

AUTOR/A:

**ARTUR DE ALENCAR PAES LEME GARCIA**

TUTORES:

**DRA. MARÍA JOSÉ PALACÍN SÁNCHEZ**

**DR. FRANCISCO JAVIER CANTO CUEVAS**

LÍNEA DE TRABAJO:

**Finanzas**

RESUMEN:

En este Trabajo Fin de Máster se realiza una revisión de la literatura acerca de empresas en situación de estrés financiero con el objetivo de identificar que iniciativas suelen tener mejores resultados para la recuperación de empresas. Seguidamente se relaciona esta literatura con el caso de Sacyr, S.A., a partir de un análisis económico financiero y de sus hechos más relevantes en el periodo de 2006 a 2017, buscando identificar las razones de la situación de estrés financiero y si las iniciativas adoptadas fueron las más recomendables. Sacyr realizó diferentes reestructuraciones que dieron lugar a su recuperación tras una serie de años, adoptando muchas de las iniciativas que suelen tener más éxito según la literatura. No obstante, la recuperación de la empresa ha ido acompañada de una gran pérdida de valor de la compañía.

PALABRAS CLAVE:

Empresas en situación de estrés financiero; Sacyr; reestructuración corporativa

## ÍNDICE

CAPÍTULO 1.	INTRODUCCIÓN	9
CAPÍTULO 2.	MARCO TEÓRICO	10
2.1.	Situación de Estrés Financiero	10
2.2.	Situación <i>a priori</i> de la Empresa	10
2.3.	Estrategias de Reestructuración Corporativa	11
2.3.1.	Reestructuración Directiva	12
2.3.2.	Reestructuración Operacional	13
2.3.3.	Reestructuración de Activos	13
2.3.4.	Reestructuración Financiera	14
2.4.	Normativa Española	15
2.4.1.	Acuerdos de Refinanciación	16
2.4.2.	Acuerdos de Refinanciación Homologados	16
CAPÍTULO 3.	Datos y Metodología	19
3.1.	Selección del caso a estudiar	19
3.2.	Situación de la empresa <i>a priori</i> : variables a considerar	20
3.3.	Iniciativas de reestructuración adoptadas a considerar	21
CAPÍTULO 4.	Análisis económico- financiero y Hechos más relevantes de Sacyr de 2006 a 2017	23
4.1.	Análisis Económico Financiero	23
4.2.	Contexto Pre Estrés Financiero	27
4.3.	Situación de Estrés Financiero	28
CAPÍTULO 5.	Principales Reestructuraciones Adoptadas por Sacyr	37
5.1.	Situación Pre Estrés Financiero: variables analizadas	37
5.2.	Reestructuraciones Realizadas	38
5.3.	Impacto de las reestructuraciones en el valor de mercado de Sacyr	42
CAPÍTULO 6.	Conclusión	45



## Relación de Figuras

Figura 3.1. Ratio de Estrés Financiero – EBITDA / Costes Financieros (CF)	20
Figura 4.1. Ratio Deuda Neta / EBITDA y Ratio de Endeudamiento Total	24
Figura 4.2. Evolución de los Flujos de Tesorería	24
Figura 4.3. Evolución de los Activos y Pasivos	25
Figura 4.4. Evolución del Patrimonio Neto y su desglose	25
Figura 4.5. Desglose de los Activos	26
Figura 4.6. Evolución de las márgenes de resultado	26
Figura 4.7. Return on Equity (ROE)	27
Figura 5.1. Evolución de Activos Vendidos	38
Figura 5.2. Inversiones relativas al valor de la venta de activos	39
Figura 5.3. Incremento del Endeudamiento Financiero (millones de euros)	39
Figura 5.4. Distribución de Dividendos – Año de Pago (millones de euros)	40
Figura 5.5. Evolución de costes, gastos y existencias (millones de euros)	41
Figura 5.6. Remuneración del presidente de Sacyr (miles de euros)	42
Figura 5.7. Cotización histórica de Sacyr y del IBEX 35 (2007 a 2017)	42
Figura 5.8. Valor de mercado de Sacyr (millones de euros)	43

## Relación de Tablas

Tabla 4.1. Principales Números de 2006 y Variación en relación al año anterior	28
Tabla 4.2. Principales Números de 2007 y Variación en relación al año anterior	28
Tabla 4.3. Principales Números de 2008 y Variación en relación al año anterior	29
Tabla 4.4. Principales Números de 2009 y Variación en relación al año anterior	29
Tabla 4.5. Principales Números de 2010 y Variación en relación al año anterior	30
Tabla 4.6. Principales Números de 2011 y Variación en relación al año anterior	31
Tabla 4.7. Principales Números de 2012 y Variación en relación al año anterior	31
Tabla 4.8. Principales Números de 2013 y Variación en relación al año anterior	32
Tabla 4.9. Principales Números de 2014 y Variación en relación al año anterior	32
Tabla 4.10. Principales Números de 2015 y Variación en relación al año anterior	33
Tabla 4.11. Principales Números de 2016 y Variación en relación al año anterior	34
Tabla 4.12. Principales Números de 2017 y Variación en relación al año anterior	34
Tabla 4.13. Principales Números Periodo 2006-2017	35





## CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

Es normal que muchas empresas pasen por dificultades financieras, sobre todo en periodos de crisis, siendo de gran importancia saber cómo reestructurarse de manera que se recupere la empresa y se preserve el valor de la compañía. Aunque cada empresa tenga sus características y particularidades la dirección de una empresa debe saber qué vías tienen más probabilidad de éxito.

Cuando una empresa entra en situación de estrés financiero puede realizar diferentes tipos de reestructuración: financieras, operativas, directivas, de activos, pero ¿qué reestructuraciones suelen tener más impacto en la recuperación de una empresa?

El objetivo de este TFM es encontrar respuesta para esta pregunta en la literatura acerca de empresas en situación de estrés financiero y relacionarlas a un estudio de caso de Sacyr S.A. en el periodo de 2006 a 2017, cuando la empresa estuvo en situación de estrés financiero, y analizar qué motivos llevaron a la empresa a esta condición, cómo ha sido la evolución de la empresa a lo largo de este período y si las iniciativas adoptadas por la compañía fueron las recomendadas por la literatura financiera para recuperarse. Al analizar un caso específico ha sido posible identificar si hubo ocasiones en las que la iniciativa adoptada por la empresa no fue la más recomendable por la literatura de manera general, sino la más recomendable para su situación.

Sacyr ha sido elegida como caso de estudio dado que, en 2008, con el impacto de la crisis económica en el mercado inmobiliario, la empresa Sacyr, presentó una gran reducción en sus resultados y, debido a su alto endeudamiento, entró en situación de estrés financiero. Desde 2008 hasta 2017, la empresa realizó una serie de reestructuraciones como venta de activos, cambio en la presidencia, refinanciaciones y renegociaciones de deuda con el objetivo de recuperarse sin la necesidad de iniciar un Concurso de Acreedores. Tras algunos años la empresa logró este objetivo, pero el valor de mercado de Sacyr disminuyó sustancialmente.

Para el desarrollo metodológico de este TFM se realizó una revisión de la literatura, buscando estudios de diferentes aspectos de empresas en situación de estrés financiero. Además, también se ha realizado un análisis de la empresa Sacyr y de sus hechos más relevantes en este periodo, identificando como evolucionaron las principales cuentas de la compañía, sus líneas de negocio, sus políticas de inversiones y dividendos, buscando informaciones en informes y cuentas anuales, hechos relevantes y otras publicaciones de Sacyr y en noticias de periódicos.

Este trabajo está organizado en seis partes: introducción, capítulo 2, que aborda la literatura acerca de empresas en situación de estrés financiero, incluyendo dicho concepto de estrés financiero, las características de las empresas antes de entrar en la situación de estrés financiero y las distintas maneras de reestructuración posibles que conllevan resultados positivos con mayor frecuencia, además de un breve resumen de la normativa española acerca de la Ley Concursal. El capítulo 3 presenta la metodología adoptada, tanto para elegir la empresa analizada como para realizar el estudio de caso. El capítulo 4 contiene un análisis de la evolución de Sacyr a lo largo del periodo analizado, dividido en un análisis económico financiero y una descripción de los principales números y eventos a cada año. El capítulo 5 relaciona la literatura con las reestructuraciones aplicadas por Sacyr, con la finalidad de identificar si las iniciativas de la empresa fueron las más recomendables y verificar el resultado logrado. Por último, el capítulo 6 concluye el trabajo.

## CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO

Para lograr el objetivo de este estudio es necesario entender inicialmente como se define que una empresa esté en situación de estrés financiero. Además, muchos son los estudios que identifican que la situación de la empresa al empezar a estar en situación de estrés financiero tiene gran influencia en la recuperación. Por fin, hay diferentes maneras de reestructuración que buscan recuperar una empresa y cada tipo de reestructuración tiene diferentes impactos en este proceso.

Adicionalmente, es necesario entender un poco como funciona la normativa española de insolvencia, sus resultados y las posibilidades de renegociación de deuda que tienen las empresas españolas en el contexto de la Ley Concursal.

### 2.1. Situación de Estrés Financiero

Wruck (1990) y Gilson (1990), definen que una empresa está en situación de estrés financiero cuando sus flujos de caja son insuficientes para efectuar el pago de sus obligaciones de deuda, interés y/o amortizaciones. Sin embargo, hay diferentes criterios para definir que una empresa se encuentre en situación de estrés financiero.

Altman (1968) ha creado el modelo Z-score para calcular la probabilidad de quiebra de una empresa, y se calcula a partir de coeficientes de liquidez de la empresa (como citado en Sudarsanam y Lai, 2001). Sudarsanam y Lai (2001), para crear una muestra de empresas británicas en estrés financiero adoptan el modelo Z-score y clasifican una empresa en esta situación en caso que su Z-score sea negativo después de por lo menos 2 años positivos. Jostarndt (2007), clasifica una empresa como en situación de estrés financiero en caso de que su EBIT sea menor que sus gastos financieros por dos años sucesivos. Asquith, Gertner, y Scharfstein (1994) adoptan un criterio similar, pero en el lugar de utilizar el EBIT, utilizan el EBITDA e intentan dividir empresas solo en estrés financiero de empresas con mal rendimiento operacional, por eso seleccionan apenas empresas que tenga colocado deudas de alto riesgo en el mercado (*junk bonds*).

Por otro lado, Brown, James y Mooradian (1993), utilizan un criterio menos cuantitativo e incluyen una empresa en su muestra de empresas en estrés financiero en caso de que artículos de periódicos informaron la venta de activos de la empresa para evitar quiebra, como parte de renegociación bancaria o para amortizar deuda pendiente. Gilson (1989) también utiliza criterios más prácticos al definir que una empresa del mercado americano está en estrés financiero si se encuentra en por lo menos alguna de las siguientes situaciones: (i) en situación de default; (ii) ha hecho una petición según el Chapter 11 del U.S. Bankruptcy Code; o (iii) está reestructurando su deuda con los acreedores para no quebrar, esto es, cuando los acreedores aceptan reducir el pago de intereses o de amortización, aumentar la madurez de la deuda o aceptar capital de la empresa como garantía bancaria.

### 2.2. Situación *a priori* de la Empresa

La literatura sobre empresas en situación de estrés financiero tiene muchos estudios acerca de la situación *a priori* de las compañías, enfocando sus análisis en identificar qué características preliminares dificultan más la reestructuración.

Jostarndt (2007), identifica la importancia de que la compañía tenga un accionista de control para tener mayor posibilidad de no solicitar quiebra una vez que entre en situación de estrés financiero, porque cuando hay una propiedad dispersa de la compañía la supervisión es menor por cada uno

de los accionistas, una vez que esta supervisión suele suponer costes y con eso surge el problema del *free rider*. Sin embargo, Poletti-Hughes y Ozkan (2014), identifican que empresas que son controladas por grupos familiares, individuos o por instituciones financieras tienen una probabilidad mucho mayor de insolvencia en caso de entrar en estrés financiero que empresas con otros tipos de accionistas de control. Para las empresas con accionistas de control familiares o individuales esto sería causa de la menor capacidad de dirección, y para las instituciones financieras la razón sería la pasividad de este tipo de institución en Reino Unido, país de las empresas estudiadas (Poletti-Hughes y Ozkan, 2014).

Rosenfeld (2014), identifica que empresas que obtienen financiación pocos meses antes de entrar en situación de estrés financiero con bancos con quién ya tenían una relación previa, tienen más probabilidad de salir de la situación de estrés financiero, sin embargo, esto depende del nivel de estrés financiero. Esto ocurriría por el uso de ventajas informacionales por parte del banco para financiar la empresa en situación de estrés financiero con mejores términos, y así aumentar la posibilidad de que la empresa no ocurra en impagos de las financiaciones anteriores, mejorando también la situación del propio banco (Rosenfeld, 2014). Gilson, John y Lang (1990), identifican que el estrés financiero es más fácil de ser resuelto conforme sea mayor la proporción de activos intangibles de la empresa, o que la empresa tenga mayor parte de su deuda con bancos y menos clases de deudas, este último punto también es identificado por Asquith, Gertner y Scharfstein (1994). Con relación a la proporción de activos intangibles, esto estaría relacionado con el mayor valor potencial (*going concern*) de la empresa que sería destruido en mayor cantidad en caso de no resolución del estrés financiero, y con relación a la estructura de la deuda sería por la mayor facilidad de negociar con los bancos y también la mayor dificultad de negociar con muchos acreedores (Gilson, John y Lang, 1990). Este último punto sería otro relacionado con el problema del *free rider*, cuándo los diferentes acreedores esperarían que otros aceptasen disminuir su deuda sin que ellos tengan que hacer lo mismo (Asquith, Gertner y Scharfstein, 1994). Hower (2016), identifica que hasta la situación de la cartera de préstamos del banco es importante para una empresa en situación de estrés financiero, una vez que en caso del banco tener más préstamos con mayor riesgo de impago este va a tener mayor probabilidad de querer renegociar la deuda para no empeorar aún más su propia situación. Asquith, Gertner y Scharfstein (1994), identifican que el nivel de deuda garantizada también tiene impacto en la reestructuración de una empresa en situación de estrés financiero, e indican que cuanto mayor es la proporción de deuda garantizada mayor es la probabilidad de que una empresa no se recupere. Este factor estaría relacionado a la presión que los acreedores con deudas garantizadas pongan sobre la empresa para que esta entre en proceso de quiebra, una vez que hay riesgo de que durante una reestructuración la empresa disminuya su capacidad de pago, al proporcionar dichos pagos a acreedores con menos garantías y que acuerden renegociar.

Jostarndt (2007), identifica que el nivel de liquidez de las empresas al entrar en situación de estrés financiero está relacionado con el éxito en la reestructuración. Cuanto mayor es la liquidez mayor es la probabilidad de no solicitar un proceso de quiebra.

Como se puede esperar, los factores *a priori* que más influyen en la recuperación de una empresa que entre en situación de estrés financiero son los relacionados a la deuda de la empresa, así que es importante para la dirección de las empresas tener en cuenta la estructura de su deuda como una manera de mitigar riesgos. Sin embargo, la estructura societaria de la compañía también influye en la resolución del estrés financiero. Pero al final, como identifican Sudarsanam y Lai (2001), el Z-score en el primer año de estrés financiero es un importante indicador de recuperación o no de una empresa. O sea, en algunos casos las estrategias de reestructuración corporativa pueden ser insuficientes.

### 2.3. Estrategias de Reestructuración Corporativa

Sudarsanam y Lai (2001) clasifican las estrategias de reestructuración corporativa en cuatro áreas: (i) Reestructuración Directiva; (ii) Reestructuración Operacional; (iii) Reestructuración de Activos; y (iv) Reestructuración Financiera. La mayor parte de los estudios sobre empresas en situación de

estrés financiero enfocan su análisis en solo una de estas cuatro áreas o en apenas un aspecto de una de estas áreas. Por lo tanto, son pocos los estudios que intentan hacer una evaluación completa de las mejores estrategias para que una empresa haga una reestructuración que la permita salir de la situación de estrés financiero. Sudarsanam y Lai (2001), Jostarndt (2007) y Hotchkiss, John y Mooradian (2008) son algunos de los pocos estudios que intentan hacer una evaluación de la efectividad de las variadas estrategias aplicadas en conjunto.

Sudarsanam y Lai (2001), identifican que las estrategias de reestructuración son importantes y significativas para la recuperación de una empresa en estrés financiero, sin embargo, indican que representan solo una pequeña parte del resultado. Sudarsanam y Lai (2001), proponen también que eso puede estar relacionado a la situación previa de la compañía (el que se relaciona con los artículos citados en el apartado anterior) y también a la efectiva ejecución de estas estrategias.

### 2.3.1. Reestructuración Directiva

El gobierno de una empresa determina la influencia de cada *stakeholder* en el proceso de reestructuración y por lo tanto tiene gran influencia en su resultado (Hotchkiss et al., 2008). La reestructuración directiva son cambios realizados en los principales puestos directivos de una empresa y alteraciones en su gobierno. Gilson (1990), identifica que, en EE.UU., empresas que estaban en situación de estrés financiero y lograron renegociar sus deudas sin solicitar proceso de quiebra mantuvieron sus principales directivos (CEO y/o presidente del consejo de administración) en mayor proporción que las empresas que solicitaron proceso de quiebra. Sudarsanam y Lai (2001), identifican un resultado similar, una vez que en su muestra de empresas en estrés financiero, más empresas que no se recuperaron cambiaron sus principales directivos que las empresas que se recuperaron sin solicitar proceso de quiebra.

Gilson y Vetsuypens (1993), identifican un nivel mayor de despido de CEO's en empresas en situación de estrés financiero que en empresas en situación financiera mejor, además identifican que, en esas empresas, los CEO's que siguen en sus puestos suelen recibir en media un sueldo 35% menor que recibían antes. Gilson y Vetsuypens (1993), también identifican que políticas de incentivos para sus principales directivos es una manera importante en la estrategia de reestructuración corporativa relacionando las ganancias de los directivos al resultado de estas reestructuraciones, sin embargo, este estudio no relaciona estas estrategias con la resolución de la situación de estrés financiero.

Gilson (1990), identifica que en empresas que solicitan quiebra, los acreedores iniciales terminan con una parte mucho mayor del capital de la empresa en comparación con las empresas que consiguen reestructurar sus deudas sin solicitar quiebra.

Hotchkiss y Mooradian (1997), identifican que fondos buitres pueden tener un papel importante en reestructuraciones de empresas en situación de estrés financiero. Al comprar una parte de la deuda de la compañía obtienen influencia suficiente para participar en las decisiones de las empresas y hay casos en que asumen puestos en el consejo de administración de las empresas y hasta como CEO (Hotchkiss y Mooradian, 1997). Sin embargo, Hotchkiss y Mooradian (1997), identifican una proporción mucho mayor de empresas que solicitaron proceso de quiebra en su muestra.

Otro punto importante de una empresa en situación de estrés financiero es la conducta de la dirección de la empresa. Hotchkiss et al. (2008), afirman que en situación de estrés financiero las direcciones de las empresas pasan a tener que considerar la riqueza de los otros stakeholders, además de la riqueza de los accionistas, y Wruck (1990) afirma que hay casos en que los directivos de las empresas irán a satisfacer los intereses del stakeholder que más le parezca que irá a mantener su empleo con iniciativas que pueden favorecer que este stakeholder se quede con el control de la empresa. Además, Wruck (1990) afirma que esta situación genera conflictos de interés y que al intentar resolverlos se puede destruir mucho valor de una compañía.

Lo que identifica la literatura sobre empresas en estrés financiero es que surgen muchos conflictos entre los diferentes stakeholders y que estos conflictos resultan en muchos cambios, tanto en la

dirección de la empresa como en el accionariado de la empresa, con los acreedores muchas veces convirtiéndose en accionistas de control.

### 2.3.2. Reestructuración Operacional

Sudarsanam y Lai (2001) definen reestructuración operativa como iniciativas que buscan estabilizar las operaciones de la empresa y tener rentabilidad otra vez por medio de control de costes. Además, Sudarsanam y Lai (2001) afirman que iniciativas de reestructuración operacional son orientadas a mejoras de corto plazo en el flujo de caja, pero identifican que empresas que se recuperan de la situación de estrés financiero suelen centrarse más en iniciativas de reestructuración con impacto a medio y largo plazo en el flujo de caja.

Jostarndt (2007) identifica que un factor importante para que una empresa en situación de estrés financiero no solicite proceso de quiebra es su capacidad operativa, calculada por el factor Tobin's Q, el cual también indica la oportunidad de crecimiento de una empresa. Esto refuerza lo encontrado por Asquith, Gertner y Scharfstein (1994) acerca del valor de los activos intangibles para el éxito de la reestructuración de una empresa en situación de estrés financiero.

Lo que se observa es que es importante que las empresas adopten iniciativas de reestructuración operacional, una vez que es importante mantener el valor generado por las operaciones de una compañía. Sin embargo, estas iniciativas serían el mínimo necesario, siendo importante reestructurarse también en otras áreas.

### 2.3.3. Reestructuración de Activos

Hotchkiss et al. (2008), afirman que la eficiencia de una reestructuración de activos va depender de los costes asociados a su venta. Asquith, Gertner y Scharfstein (1994), indican que una reestructuración de activos tiene como objetivo aumentar el flujo de caja y puede ocurrir por medio de incremento de las operaciones, venta de activos o reducción de gastos. Empresas en situación de estrés financiero que venden más de un 20% de sus activos tiene una menor probabilidad de solicitar quiebra que empresas que no venden activos o venden una pequeña parte de sus activos, además, la venta de activos está relacionada con el éxito en reestructurar la deuda pública de las empresas (Asquith, Gertner y Scharfstein, 1994). Sudarsanam y Lai (2001), no identifican diferencia significativa para la recuperación de una empresa en estrés financiero en caso de que venda o no venda activos. Por otro lado, Jostarndt (2007), también identifica que la venta substancial de activos tiene impacto positivo en que una empresa no solicite quiebra. Jostarndt (2007), define venta sustancial de activos como la venta de instalaciones de producción, filiales o negocios en el extranjero.

Brown, James y Mooradian (1993), analizan la valoración de acciones de empresas en estrés financiero que han realizado venta de activos e identifican que el mercado reacciona positivamente cuando el dinero de la venta de activos no es usado para pago de deuda, pero no encontraron resultado significativo para el uso del dinero para pago de deuda. Lasfer, Sudarsanam y Taffler (1996), identifican que la venta de activos por empresas en situación de estrés financiero genera una mayor valoración de sus acciones de lo que la venta de activos por empresas en mejor situación financiera, sin embargo, no investigan el uso del dinero de estas ventas, pero este resultado indica que el mercado entiende como positivo que una empresa en situación de estrés financiero busque la venta de activos, probablemente por entender que esto disminuya el riesgo de quiebra.

Shleifer y Vishny (1992), identifican que en el caso de que un sector se encuentre en un momento de dificultad, habrá menos posibles compradores para los activos de la empresa en situación de estrés financiero y así disminuirá el valor del activo. Por lo tanto, esta estrategia de reestructuración depende también de la situación de la industria. Además, según la teoría "*fit and focus*", si un activo se ajusta mejor a las operaciones de una otra empresa, su venta generará más valor y las dos empresas implicadas podrán compartir los beneficios de este valor (Sichermann y Pettway, 1992) o si el activo no era central de la empresa, su venta puede mejorar la sinergia de los activos restantes (Lasfer, Sudarsanam y Taffler, 1996). Esto también es afirmado por Hotchkiss et al.

(2008), una vez que la eficacia de una venta de activos depende de sus costes y estos costes dependen de la relación de este activo con los otros de la empresa que lo vende y el uso que le puede dar la empresa le compra.

Además, Sudarsanam y Lai (2001) clasifican como reestructuración de activos las iniciativas de empresas que cancelan líneas de productos o áreas de negocios y se reorganizan para enfocarse en productos más rentables. También es identificada por Sudarsanam y Lai (2001), que empresas que se recuperan realizan más inversiones en el periodo de estrés financiero que las empresas que no se recuperan.

No parece evidente si el impacto de una reestructuración de activos es positivo para la recuperación de una empresa en situación de estrés financiero, pero eso puede estar relacionado a las diferentes características que puede tener una venta de activos, como el valor relativo de la venta, la utilización de la caja generada con la venta y la proporción que representan estos activos con relación al total de activos. Así, lo que se concluye es que la venta de activos puede ayudar en la recuperación de una empresa en situación de estrés financiero, pero además de vender activos es importante evaluar todos los aspectos de este tipo de reestructuración para entender si esta irá a conservar, aumentar o disminuir el valor de la empresa.

#### **2.3.4. Reestructuración Financiera**

Cuando las empresas se encuentran en situación de estrés financiero lo normal es que busquen reestructurar sus deudas (Asquith, Gertner y Scharfstein, 1994). Para eso, buscan reducir sus obligaciones de pago o aplazarlas, también se puede buscar cambiar obligaciones de pago por otros valores que representen una menor obligación para la empresa (Hotchkiss et al., 2008). En una renegociación de deuda, los bancos pueden mejorar las condiciones de financiación al disminuir el principal y los intereses, proporcionar nuevos recursos o disminuir las restricciones. Sin embargo, los bancos también pueden apretar las condiciones y demandar pagos de principal e intereses con más antelación, reducir el crédito o aumentar garantías (Asquith, Gertner y Scharfstein, 1994).

Asquith, Gertner y Scharfstein (1994) identifican que, en los EE.UU., mejorar las condiciones o endurecerlas tiene poca diferencia en el resultado de recuperación de la situación de estrés financiero o solicitar proceso de quiebra, aunque en su muestra menos empresas soliciten iniciar el proceso de quiebra cuando los bancos mejoran las condiciones de financiación que cuando los bancos las endurecen.

Asquith, Gertner y Scharfstein (1994), también analizan el éxito de empresas que tenían deuda en el mercado de capitales e identifican que renegociar este tipo de deuda es un factor relevante para salir de la situación de estrés financiero, siendo importante, además de renegociar, conseguir disminuir el principal, por medio de un cambio de deuda por capital. Mooradian y Ryan (2005), identifican que la tasa de éxito de renegociaciones con la contratación de bancos de inversión es menor que la tasa de éxito sin su contratación, sin embargo, cuando hay éxito, el resultado de la renegociación suele ser mejor para la empresa en situación de estrés financiero, pero también identifican que no hay diferencia en la supervivencia de una empresa en caso de que contraten bancos de inversión para ayudar a renegociar sus deudas.

Gilson (1997), identifica en su muestra que el 25% de las empresas que habían reestructurado sus deudas tuvieron que intentar reestructurar otra vez o solicitaron quiebra en los 3 años siguientes. Mooradian y Ryan (2005) identifican que en caso de que una empresa en situación de estrés financiero tenga éxito en una reestructuración de deuda hay buena probabilidad de que tengan que intentar realizar una nueva reestructuración en pocos años, de su muestra un 46% de las empresas iniciaron proceso de quiebra en los 2 años siguientes y un 61% en los 5 años siguientes, mientras que un 55% tuvieron que reestructurar sus deudas en los 2 años siguientes y un 72% en los 5 años siguientes, proporción mayor que la encontrada por Gilson (1997).

Otra manera de reestructuración financiera es la emisión de más capital. Esto no cambia las obligaciones de pago de las deudas anteriores, sin embargo, cambia la estructura de la empresa y hace la deuda existente menos onerosa (Hotchkiss et al., 2008). Jostarndt (2007), identifica que

hay más probabilidad de que una empresa tenga éxito en su reestructuración si esta emite capital en el proceso. Aunque reducir o incluso no distribuir dividendos sea una manera de mantener caja, Sudarsanam y Lai (2001) no identifican impacto significativo de los cambios en la política de dividendos de las empresas en estrés financiero con la recuperación.

El éxito en la reestructuración de la compañía puede depender más de la estructura previa de la deuda que de la actuación de la dirección de la empresa. Esto está corroborado por lo indicado por los diferentes autores enunciados, una vez que muchas empresas llegan a reestructurar sus deudas, pero esto no es suficiente para que se recuperen. Sin embargo, conseguir una buena reestructuración financiera parece una de las claves para lograr una recuperación eficaz de la empresa.

#### **2.4. Normativa Española**

En España, la actual ley concursal está vigente desde septiembre de 2004, sin embargo, de 2009 hasta 2015 ocurrieron 8 reformas en la ley, con importantes cambios en los procedimientos de resolución de estrés financiero extrajudiciales (Stanghellini, Mokal, Paulus y Tirado, 2018). Estos procedimientos extrajudiciales son importantes porque el procedimiento formal de insolvencia, Concurso de Acreedores, no tiene el resultado esperado, una vez que en media más de 90% de las empresas que entran en el Concurso de Acreedores terminan en proceso de liquidación (Stanghellini et al., 2018).

De acuerdo a Stanghellini et al. (2018), la principal razón para que una cantidad tan grande de empresas se acabe en proceso de liquidación es la implementación del Concurso de Acreedores que tarda mucho tiempo y tiene un alto coste, sobre todo por la falta de infraestructura de la justicia española. Además de estas dificultades, las empresas españolas pierden el control del proceso de reestructuración al largo del Concurso de Acreedores y por eso suelen preferir renegociaciones extrajudiciales (Stanghellini et al., 2018).

Incluso, García-Posada y Mora-Sanguinetti (2014) identifican que estos problemas de la ley concursal española tienen impacto en la estructura de capital de las pequeñas empresas españolas que optan por financiarse comparativamente más por medio de hipotecas que empresas de otros países, porque los costes del concurso de acreedores son más costosos. Otro resultado de la baja eficiencia de la ley concursal española es el bajo número de empresas españolas que solicitan proceso de quiebra en relación a otros países, como identifican García-Posada y Mora Sanguinetti (2014) y Stanghellini et al. (2018).

Las empresas españolas tienen la posibilidad de renegociar sus deudas sin necesidad de participación judicial y reestructurarse en los términos que consigan acordar con los acreedores, sin embargo, esto tipo de renegociación tiene problema de inseguridad jurídica (Stanghellini et al., 2018). En caso de que la renegociación no sea suficiente para recuperar la empresa y esta inicie un proceso de quiebra es posible que las deudas renegociadas de esta manera pueden ser interpretadas en el proceso concursal como una manera de evasión y la renegociación también puede ser considerada perjudicial a la situación financiera de la empresa, lo que supone un alto riesgo para los acreedores y dificulta la conclusión de la renegociación (Stanghellini et al., 2018). Como han identificado Stanghellini et al. (2018), este tipo de renegociación ocurre más entre bancos y medias y pequeñas empresas en momentos aun previos a la situación de estrés financiero y ocurre también, en menor cantidad, entre grandes empresas también en situación de pre estrés financiero y bancos.

Después de las reformas en la Ley Concursal española iniciadas en 2013, las empresas españolas tienen tres modalidades más de acuerdos de refinanciación extrajudicial, siendo dos posibles para cualquier tipo de empresa y uno para pequeñas y medias empresas (Stanghellini et al. 2018), esta última no será analizada por este estudio, una vez que el estudio de caso será realizado con una empresa grande. Una ventaja de estas reformas es que, en caso de que se inicien negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación, la empresa puede poner tal hecho en conocimiento del juzgado competente y con eso no podrán iniciarse ejecuciones judiciales o extrajudiciales de

bienes o derechos de la empresa que resulten necesarios para la continuidad de las actividades por hasta 3 meses (Ley 22/2013, 2013). Otra ventaja de los acuerdos de refinanciación es disminuir los problemas de inseguridad jurídica de las renegociaciones normales de deuda al garantizar que en caso de que la empresa pase a estar insolvente la deuda renegociada no será considerada como evasión.

#### **2.4.1. Acuerdos de Refinanciación**

Los acuerdos de refinanciación están regulados en la Ley Concursal 22/2013 y tienen las mismas características de un acuerdo normal de refinanciación, pero en caso de que cumplan con una serie de exigencias no pueden ser rescindidos en caso de que la empresa inicie concurso de acreedores. La Ley prevé que para un acuerdo de refinanciación no sea rescindible, los acuerdos alcanzados por el deudor tienen que conseguir algunos requerimientos. Además, los acuerdos de refinanciación pueden ser colectivos o con acreedores individuales.

La Ley Concursal, prevé que, para los acuerdos de refinanciación colectivos, con relación a los términos negociados, el acuerdo de refinanciación tiene que proceder al menos: (i) la ampliación significativa del crédito disponible; o (ii) modificación o extinción de obligaciones; o (iii) prórroga del plazo de vencimiento, y que estas estén siempre relacionadas a un plan de viabilidad que permita la continuidad de la empresa en el corto y medio plazo. Con relación a la contraparte, el acuerdo de refinanciación debe ser suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo del deudor en la fecha de adopción del acuerdo de refinanciación. También es necesario que se emita certificación del auditor de cuentas del deudor sobre la suficiencia del pasivo que se exige para adoptar el acuerdo y que el acuerdo haya sido formalizado en instrumento público al que se habrán unido todos los documentos que justifiquen su contenido y el cumplimiento de los requisitos anteriores.

La Ley Concursal, prevé que, para los acuerdos de refinanciación individuales, con relación a los términos negociados, el acuerdo de refinanciación debe proceder al menos: (i) aumento en la proporción de activo sobre pasivo; (ii) después del acuerdo, el activo circulante sea superior o igual al pasivo circulante; (iii) que el valor de las garantías resultantes a favor de los acreedores intervinientes no exceda de los nueve décimos del valor de la deuda pendiente a favor de los mismos, ni de la proporción de garantías sobre deuda pendiente que tuviesen con anterioridad al acuerdo; (iv) que el tipo de interés aplicable a la deuda subsistente o resultante del acuerdo de refinanciación a favor del o de los acreedores intervinientes no exceda en más de un tercio al aplicable a la deuda previa; y (v) que el acuerdo haya sido formalizado en instrumento público otorgado por todas las partes intervinientes en el mismo, y con constancia expresa de las razones que justifican, desde el punto de vista económico, los diversos actos y negocios realizados entre el deudor y los acreedores intervinientes, con especial mención de las condiciones previstas en las letras anteriores.

Este tipo de renegociación intenta acabar con la inseguridad jurídica que ocurría con la falta de regulación sin quitar la libertad de la empresa de negociar los términos del acuerdo con los acreedores conforme a sus intereses, siempre que el resultado y cuando el resultado del pactado sea beneficioso a la empresa (Stanghellini et al., 2018).

#### **2.4.2. Acuerdos de Refinanciación Homologados**

Los acuerdos de refinanciación pueden ser homologados por un juzgado con el objetivo de que se vinculen los otros acreedores que no habían suscrito el acuerdo de refinanciación, además de obtener mayor seguridad jurídica, sin embargo, los efectos de la homologación solo se aplican a los acreedores financieros (Ley 22/2013). Para que pueda ser homologado, el acuerdo de refinanciación tiene que haber sido suscrito por más del 51% de los acreedores financieros y la vinculación de los otros acreedores financieros depende de la proporción de suscritores, cuanto mayor sea el volumen de deuda que esté en el acuerdo de refinanciación, mayores serán las vinculaciones al acuerdo de refinanciación de los otros acreedores financieros, incluso acreedores financieros con garantías.



Stanghellini et al. (2018) realizan un estudio de 70 casos de acuerdos de refinanciación homologados y analizan las principales cláusulas contenidas en estos acuerdos, además de otras características de los acuerdos de refinanciación de la muestra.

Dada la falta de eficiencia de la normativa del concurso de acreedores, Stanghellini et al. (2018) identifican que para medias y grandes empresas renegociaciones extrajudiciales son preferibles al proceso de quiebra, por lo que la reformas en la Ley Concursal representan una mejora en la normativa española y facilita el proceso de renegociación.



## CAPÍTULO 3. Datos y Metodología

En este TFM se realiza un estudio de caso de Sacyr y se analiza la situación *a priori* de esta empresa y las posibles causas que resultaron en el estrés financiero, las iniciativas adoptadas para la reestructuración y el resultado final de este proceso, que sería la recuperación de la empresa o el inicio del Concurso de Acreedores, siguiendo la literatura analizada en el capítulo 2. Los estudios empíricos de la literatura acerca del tema identificados utilizan muestras formadas por muchas empresas, sin que haya ningún estudio que tenga analizado un caso específico. La ventaja del estudio de un caso es que permite enfocar en las particularidades de la empresa estudiada.

### 3.1. Selección del caso a estudiar

Wruck (1990) y Gilson (1990) definen que una empresa está en situación de estrés financiero cuando sus flujos de caja son insuficientes para efectuar el pago de sus obligaciones de deuda, interés y/o amortizaciones. Jostarndt (2007) y Asquith et al. (1994), adoptan, respectivamente, el EBIT e EBITDA para medir el flujo de caja de las empresas y los gastos financieros para medir las obligaciones. Jostarndt (2007) y Asquith et al. (1994), también se preocupan con la posibilidad de que las empresas solamente tengan un mal año operativamente sin que esto la deje en situación de estrés financiero, y por eso el primero clasifica las empresas como en situación de estrés financiero si estas tienen EBIT menor que gastos financieros por dos años consecutivos y el último utiliza en su muestra solo empresas que emiten *junk bonds*. Una vez que depreciación y amortización no tienen impacto directo en el flujo de caja, este estudio adoptó el EBITDA como criterio de flujo de caja, y como el mercado bursátil de EE.UU. es más desarrollado que el de España se adoptó el criterio de selección utilizado por Jostarndt (2007), en el que la empresa tiene que tener por dos años consecutivos su flujo de caja menor que sus costes financieros.

Para elegir la empresa estudiada, como el objetivo de este trabajo es realizar un estudio de caso de solamente una empresa, se adopta una metodología similar a la de Gilson (1989), buscando informaciones en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) acerca de hechos relevantes del tipo 'Préstamos, créditos y avales'. Este tipo de hecho relevante contiene informaciones de empresas que están o estaban renegociando su deuda.

Definido el criterio a ser adoptado para definir la situación de estrés financiero, se han utilizado las informaciones anuales divulgadas por las empresas para identificar si alguna de las empresas identificadas estuvo en situación de estrés financiero. La empresa seleccionada fue SACYR, S.A., que estuvo en situación de estrés financiero de 2008 a 2017 y se recuperó sin necesidad de entrar en concurso de acreedores.

El año 0 de la situación de estrés financiero es 2008 y la empresa es clasificada como en estrés financiero en 2009 por estar dos años seguidos con la ratio EBITDA / Costes Financieros (CF) menor que 1. Para que se caracterice que la empresa se ha recuperado de una situación de estrés financiero también son necesarios dos años seguidos con la ratio EBITDA / CF mayor que 1, lo que ocurre en 2016 y 2017 (Figura 3.1.).

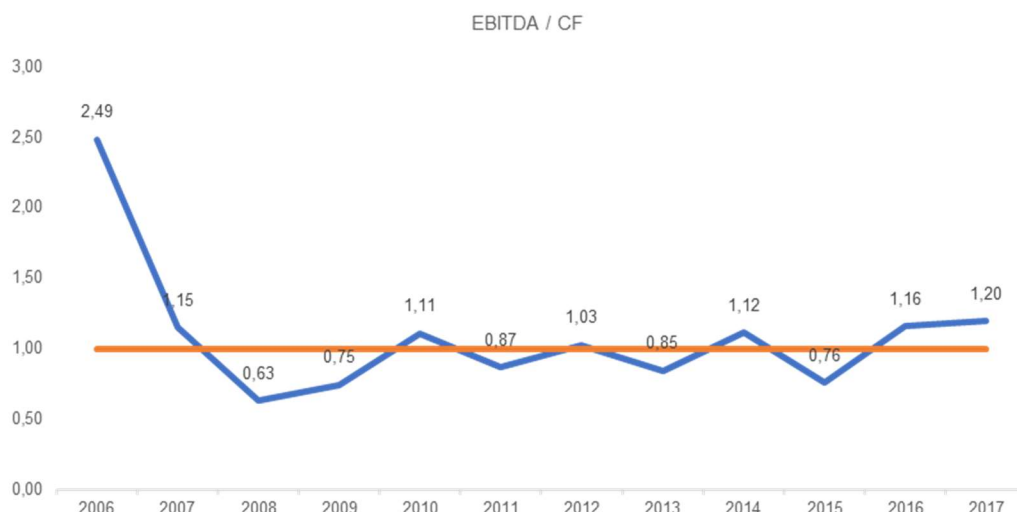


Figura 3.1. Ratio de Estrés Financiero – EBITDA / Costes Financieros (CF)

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

### 3.2. Situación de la empresa *a priori*: variables a considerar

De la empresa seleccionada se ha analizado la estructura societaria, buscando identificar los principales accionistas y situaciones de control de la compañía. Para identificar el nivel de control de cada accionista, este trabajo adoptó la metodología propuesta por Poletti-Hughes y Ozkan (2014), en la que el mayor accionista necesita tener por lo menos el 10% de las acciones de la compañía. De acuerdo a Poletti-Hughes y Ozkan (2014), este trabajo también buscó identificar, en caso de haber un accionista de control, qué tipo de accionista de control es, si familiar, individual u otro. El accionista es clasificado como familiar o individual cuando el accionista de control es un individuo o una empresa que no está cotizada en la bolsa, porque esto caracterizaría una menor experiencia y profesionalidad que se suele relacionar a accionistas de control familiares o individuales.

Se buscó analizar también la deuda de la compañía, identificando los tipos de deuda y sus valores, los principales acreedores y su relación con la empresa. Para definir la complejidad de la estructura de deuda de la empresa se ha utilizado la metodología adoptado por Gilson, John y Lang (1990), en la que se utilizó la ratio de deuda bancaria en relación a la deuda total y también se intentó utilizar el adoptado por Asquith et al. (1994) para medir el nivel de deuda garantizada de la empresa. En la muestra de Gilson et al. (1990) las empresas que no solicitan proceso de quiebra tienen antes del estrés financiero una media de 40% de deuda bancaria con relación al pasivo total, mientras que las que solicitan proceso de quiebra tienen una media de 25%.

Para definir la relación de la empresa con sus principales acreedores se ha adoptado la metodología utilizado por Rosenfeld (2014), en la que se considera que la empresa mantiene relación cercana con algún de sus acreedores en caso de que en los seis meses anteriores a la identificación de la situación de estrés financiero la empresa obtuvo un préstamo con un banco que ya había sido el principal prestamista de otra operación en los cinco años anteriores.

Para medir el *going concern* de la compañía antes de entrar en situación de estrés financiero se adoptará la metodología utilizado por Gilson et al. (1990) y Jostarndt (2007), que utilizan el indicador de Tobin's Q como proxy del *going concern* de las empresas en situación de estrés financiero. En Gilson et al. (1990), la mediana de la ratio de las empresas que no inician proceso de quiebra es de 0,83 y de las empresas que solicitan proceso de quiebra es de 0,61. Este indicador es calculado como la ratio del valor de mercado de las acciones más el valor contable de la deuda antes de la situación de estrés financiero por el patrimonio neto más el valor contable

de la deuda (Jostarndt, 2007) y para el valor de mercado de la empresa se va a adoptar la media del valor en el último año sin estrés financiero.

También se calculó la ratio de liquidez de las compañías de acuerdo a la metodología adoptada por Jostarndt (2007), en la que liquidez es el valor en tesorería más similares dividido por el total de activos. Jostarndt (2007) identificó que empresas que se recuperan de la situación de estrés financiero presentan una ratio de liquidez de 0,238 y las empresas que solicitan proceso de quiebra presentan una ratio de liquidez de 0,068.

### **3.3. Iniciativas de reestructuración adoptadas a considerar**

Con relación a iniciativas de reestructuración directiva, de acuerdo a Gilson (1990), se buscó identificar cambios en los principales puestos de la dirección de las empresas, el presidente de la empresa y el presidente del consejo de administración y también cambios en la remuneración del presidente de la empresa, según lo investigado por Gilson y Vetsuypens (1993).

Para identificar iniciativas de reestructuración operacional, este trabajo ha adoptado los mismos criterios que Sudarsanam y Lai (2001), en que se busca identificar la incidencia de reducción de costes o reducción de inventario con relación al último año sin estrés financiero. Sin embargo, Sudarsanam y Lai (2001) identifican que este tipo de reestructuración tiene objetivos de corto plazo, así que este estudio realizará la comparación para solo los dos primeros años de estrés financiero.

Por otro lado, Jostarndt (2007), identifica que la venta substancial de activos tiene impacto positivo en que una empresa no solicite quiebra y Asquith et al. (1994) identifica que empresas en situación de estrés financiero que venden más de 20% de sus activos tienen mayor probabilidad de no solicitar quiebra, así que se adoptará el criterio de venta de por lo menos 20% de los activos de las empresas como venta relevante de activos en una reestructuración de activos. Se clasificará como venta de activos el valor de las desinversiones informado en el estado de flujo de tesorería de la empresa y se hará la comparación con el total de activos en el último año pre estrés financiero.

Además, se buscó identificar otras formas de reestructuración de activos que no desinversiones, como las indicadas por Sudarsanam y Lai (2001), que incluyen la cancelación de áreas de negocio y la realización de nuevas inversiones.

Con relación a reestructuración financiera se buscó identificar la refinanciación y renegociación de deudas y también incrementos en el endeudamiento. Además, se buscó identificar nuevas emisiones de capital por la empresa y cambios en la política de dividendos.



## **CAPÍTULO 4. Análisis económico-financiero y Hechos más relevantes de Sacyr de 2006 a 2017**

Para entender mejor el desarrollo de Sacyr a lo largo de los años de este estudio, se ha realizado un breve análisis económico financiero de la compañía y también una descripción de los principales hechos y resultados en el periodo analizado, además de una descripción de la empresa. El periodo analizado es de 2006 hasta 2017, que incluye los años pre situación de estrés financiero y los años en los que la empresa estaba en situación de estrés financiero, de 2008 hasta 2017 (Figura 3.1.).

Actualmente, Sacyr es un grupo global cotizado en la bolsa española que opera en cerca de 30 países y tiene sus actividades divididas en cuatro filiales: (i) Sacyr Ingeniería e Infraestructuras; (ii) Sacyr Concesiones; (iii) Sacyr Servicios; y (iv) Sacyr Industrial. Sacyr Ingeniería e Infraestructuras presta servicios de obra civil, edificación y EPC; Sacyr Concesiones es el holding de concesiones de infraestructura del grupo Sacyr, con 36 activos en cartera; Sacyr servicios está centrada en servicios públicos, sobre todo agua y medioambiental; y Sacyr Industrial tiene proyectos de EPC de energía y tratamiento de residuos. Además, Sacyr tiene una participación del 8% en la empresa petroquímica Repsol. Sacyr es la 7ª mayor empresa concesionaria de infraestructuras de transporte del mundo y la 6ª mayor compañía por capacidad de agua desalada del mundo.

Sin embargo, hasta llegar a la estructura actual Sacyr pasó por muchos cambios en las áreas de actuación de sus filiales, resultado del estrés financiero sufrido.

Las informaciones para esto TFM han sido obtenidas en los Informes Anuales, Cuentas Consolidadas de Resultados y Hechos Relevantes disponibles en la página web de Sacyr ([http://www.sacyr.com/es\\_es/default.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/default.aspx)).

### **4.1. Análisis Económico Financiero**

Desde 2006 Sacyr ya era una empresa con alto endeudamiento y apalancamiento. Con el inicio de la crisis económica en 2008, la bajada en los resultados de Sacyr resultó en un crecimiento de la ratio Deuda Neta / EBITDA, a pesar de que la empresa actuó rápidamente para intentar disminuir el endeudamiento con la venta de la participación en Eiffage y la puesta en venta de Itínere (concluida en 2009). La ratio Deuda Neta / EBITDA presenta su máximo valor en 2009, pero solo en 2015 que Sacyr consigue reducir su endeudamiento a un nivel menor que en 2007 y al final de 2017 la ratio Deuda Neta / EBITDA era de cerca de solo un tercio de la ratio presentada al inicio de la situación de estrés financiero, aunque el apalancamiento no haya cambiado mucho (Figura 4.1).

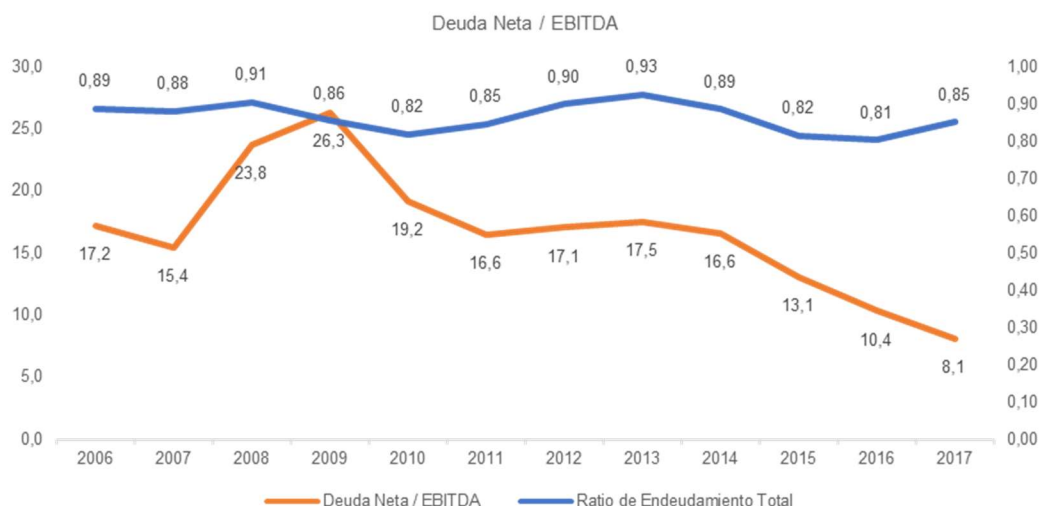


Figura 4.1. Ratio Deuda Neta / EBITDA y Ratio de Endeudamiento Total

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Al largo de todo el periodo de análisis, las operaciones de Sacyr no generaron tesorería suficiente para hacer frente a las obligaciones de amortización de las deudas de la empresa y para no incurrir en suspensión de pagos fue necesario realizar durante muchos años la venta de activos, financieros y no financieros, renegociaciones de los plazos de amortización y emisiones de bonos (Figura 4.2). La empresa también consiguió refinanciarse casi todos los años, sobre todo ajustando su volumen de créditos de corto plazo.

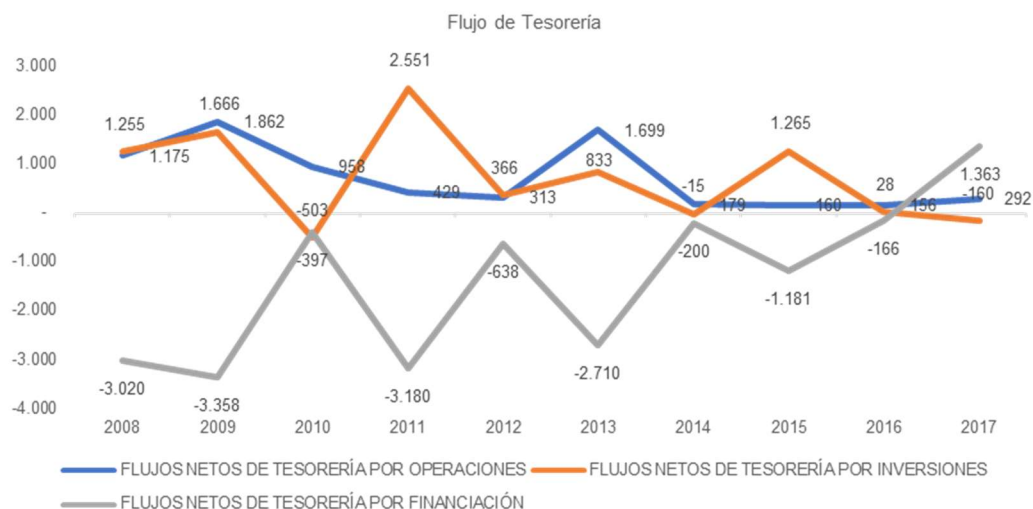


Figura 4.2. Evolución de los Flujos de Tesorería

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Como resultado de esta iniciativa de venta de activos, al final de 2017 Sacyr había cambiado mucho su situación con relación a 2007. Entre estos años, los activos totales se redujeron un 54,4% mientras que los activos no corrientes se redujeron un 62%. Por otro lado, el pasivo total fue reducido en 56%, y las deudas con entidades de crédito bajaron 73,2% (Figura 4.3). Aunque el capital suscrito incrementó en 87,3%, el patrimonio neto redujo 42,6%, resultado sobre todo de la reducción de 43,5% de las reservas (Figura 4.4.) debido a las pérdidas del periodo.



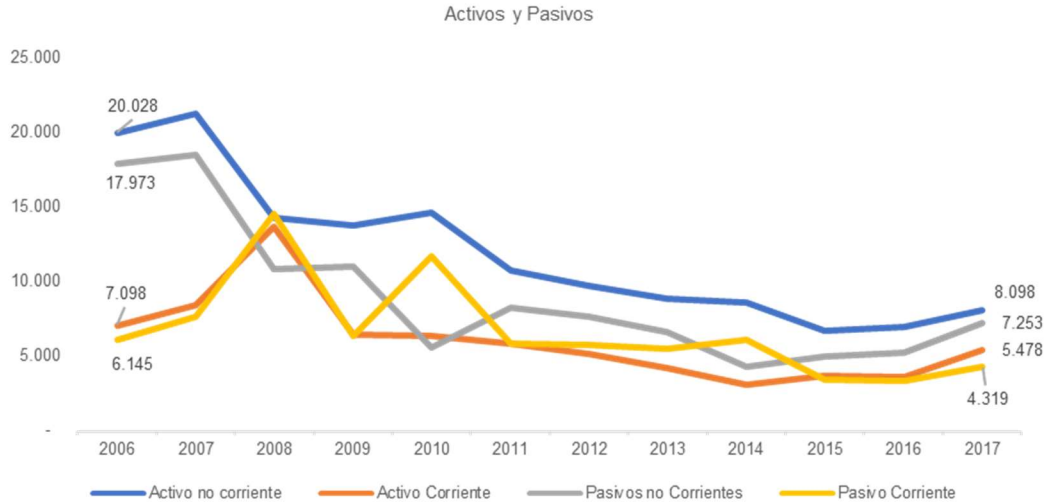


Figura 4.3. Evolución de los Activos y Pasivos  
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

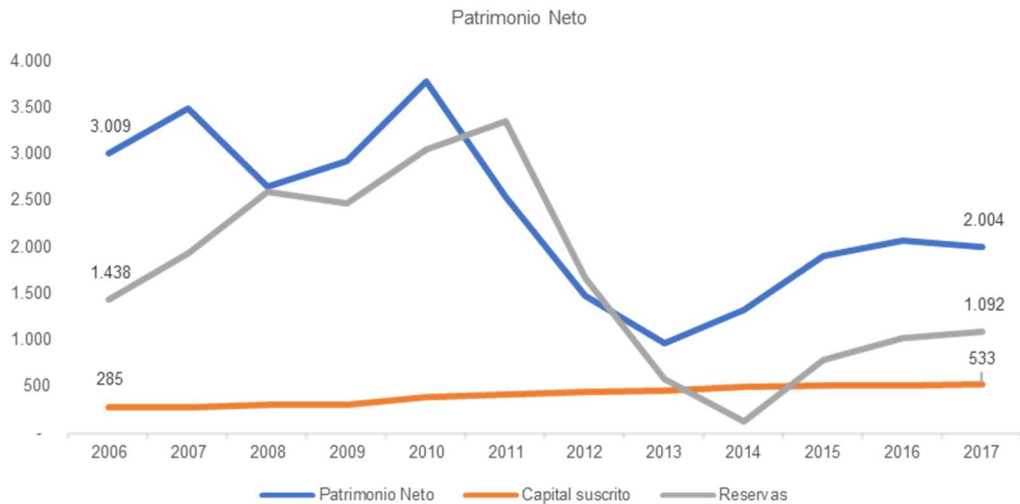


Figura 4.4. Evolución del Patrimonio Neto y su desglose  
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Otro cambio fue en la composición del activo (Figura 4.5), en 2007 las inversiones inmobiliarias y las existencias (que en casi su totalidad eran activos inmobiliarios) representaban 24,2% del activo y al final de 2017 representaban solamente 1,5%, las inversiones contabilizadas por participación (que incluyan las participaciones en Repsol y Eiffage) representaban 34,2% y 15,6% del activo total en 2007 y 2017, respectivamente y, por otro lado, los activos relacionados a las concesiones aumentaron la representatividad en el activo total de 18,9% para 31,2% de 2007 a 2017.

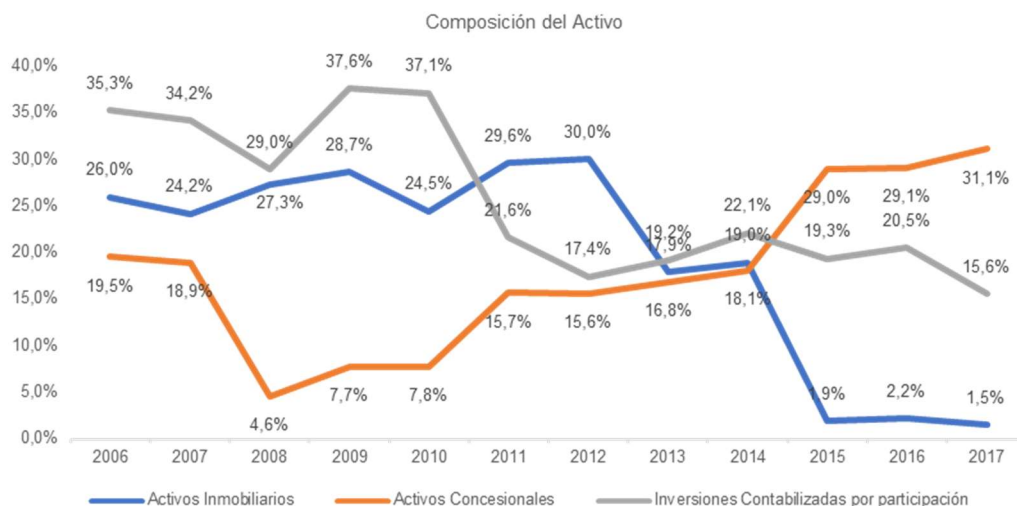


Figura 4.5. Desglose de los Activos

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Las márgenes de la compañía también sufrieron una gran reducción (Figura 4.6), sobre todo en los primeros años de la crisis, en que es probable que la empresa no anticipase la reducción en los ingresos y no pudo reducir sus costes a la misma velocidad que cayeron sus ventas. Al final del periodo de estrés financiero las márgenes habían aumentado otra vez, pero la empresa todavía no había logrado recuperar los resultados que tenía anteriormente, quizá por el cambio en la composición de los activos y de sus negocios.

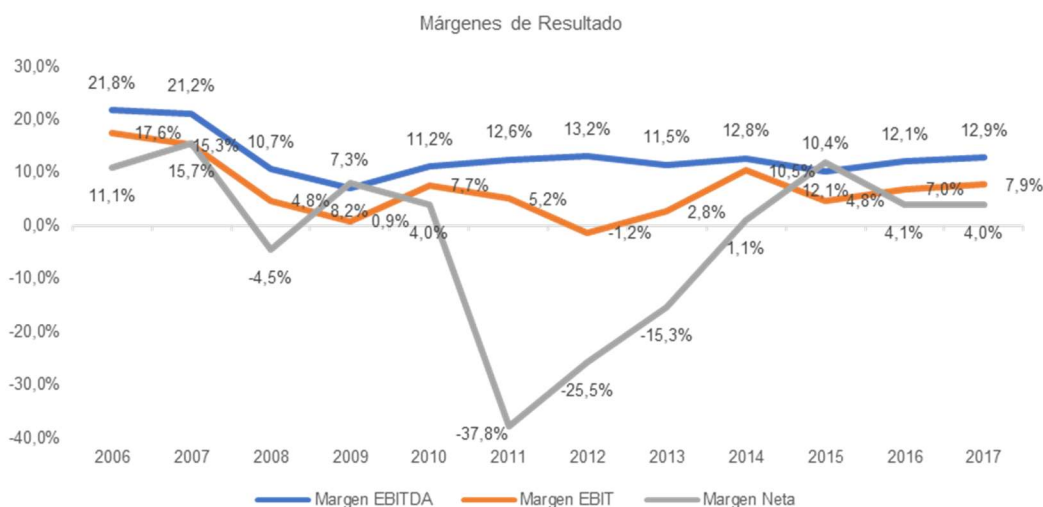


Figura 4.6. Evolución de las márgenes de resultado

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

El *Return on Equity* (ROE) de Sacyr también presentó muchos cambios a lo largo de los años analizados (Figura 4.7). La empresa tenía una alta rentabilidad antes de la crisis, pero su rentabilidad se vio afectada por las pérdidas presentadas en años consecutivos. Al final de la crisis, junto con los márgenes, la empresa presentó recuperación del ROE, pero con números menores que en el periodo que antecedió el estrés financiero.

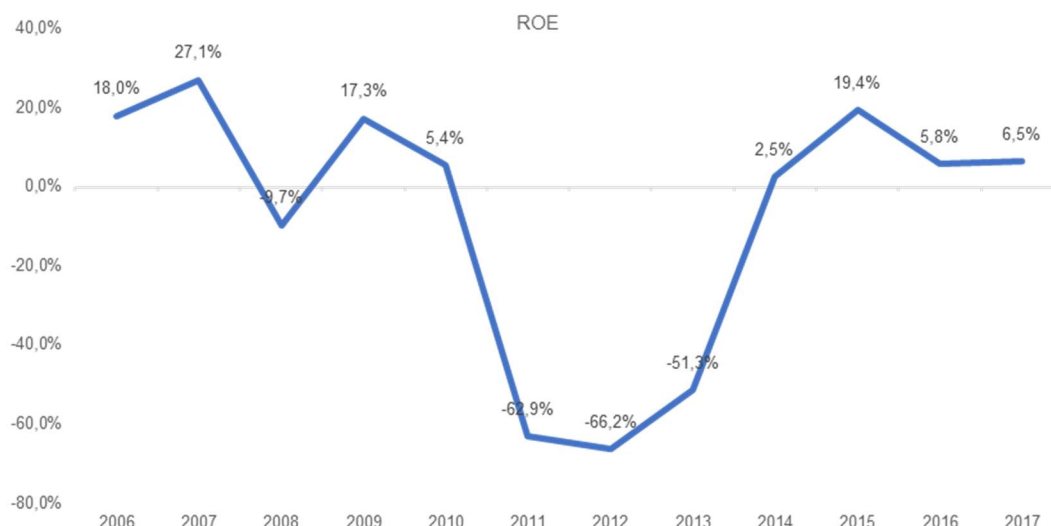


Figura 4.7. Return on Equity (ROE)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Lo que se concluye es que Sacyr era una empresa de alto riesgo al final de 2007, con un alto nivel de endeudamiento y apalancamiento y también con gran inversión en activos cíclicos (como las inversiones financieras y negocios inmobiliarios), y que presentó alto retorno por un periodo. Sin embargo, con el inicio de la crisis, los riesgos tomados por la empresa implicaron en malos resultados y en la necesidad de cambios en la empresa. Después de años de reestructuración la empresa seguía con un alto apalancamiento, pero con una situación económica financiera un poco menos arriesgada, una vez que presentaba un nivel de endeudamiento mucho menor y proporcionalmente más inversiones en activos que generan ingresos de manera más estable.

#### 4.2. Contexto Pre Estrés Financiero

En 2006, el nombre de la empresa era Sacyr Vallehermoso y esta tenía una estructura diferente de la actual, con negocios consolidados en cinco filiales: (i) Sacyr Construcciones; (ii) Vallehermoso, filial de promoción inmobiliaria; (iii) Itínere, filial de concesiones de infraestructuras; (iv) Testa, filial de patrimonio inmobiliario; y (v) Valoriza, la correspondiente a la actual Sacyr Servicios.

También en 2006, Sacyr realizó la compra de acciones de tres empresas, la constructora francesa Eiffage, la empresa de concesiones españolas Europistas y la empresa petroquímica Repsol. Además, en 2006, las filiales Inmobiliarias de Sacyr, Vallehermoso y Testa, también incrementaron sus financiaciones.

Con las inversiones realizadas, Sacyr no controlaba las empresas Eiffage y Repsol, por lo que la contabilización de estas inversiones era hecha por puesta en participación y por lo tanto no era contabilizada en el EBITDA de la compañía, ya los activos de Europistas fueron consolidados en la filial Itínere. El endeudamiento de la compañía aumentó mucho en 2006 por las financiaciones necesarias para las inversiones hechas, pero todavía la empresa no se encontraba en situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	4.890,4	11,30%
EBITDA	1.065,7	15,40%
Dividendos Percibidos	109,5	-
Endeudamiento Neto	18.357,0	127%
Endeudamiento Bruto	19.196,7	126,10%
Endeudamiento Corriente	2.824,4	56%
Costes Financieros	428,4	20,80%
Inversiones	11.414,5	578,10%
Desinversiones	521,0	-4,10%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	118,8	1,70%
EBITDA / CF	2,49	
Año de Estrés Financiero	-	

Tabla 4.1. Principales Números de 2006 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

En 2007, hubo un alto crecimiento en los costes financieros de Sacyr por las financiaciones obtenidas en 2006. La empresa seguía en proceso de expansión realizando nuevas inversiones y aumentando su endeudamiento, así como los ingresos netos y el EBITDA. El aumento en los costes financieros resultó en una reducción de la ratio EBITDA / CF, que fue de 1,15 veces.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	6.017,1	23,04%
EBITDA	1.277,4	19,86%
Dividendos Percibidos	246,0	124,66%
Endeudamiento Neto	19.726,0	7,46%
Endeudamiento Bruto	21.053,0	9,67%
Endeudamiento Corriente	4.066,0	43,96%
Costes Financieros	1.108,2	158,68%
Inversiones	1.290,1	-88,70%
Desinversiones	246,5	-52,69%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	175,0	47,31%
EBITDA / CF	1,15	
Año de Estrés Financiero	-	

Tabla 4.2. Principales Números de 2007 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

### 4.3. Situación de Estrés Financiero

Aunque Sacyr fuera el mayor accionista de Eiffage con 33,32% de las acciones, en ningún momento la empresa consiguió colocar miembros al consejo de administración de la constructora francesa (Noceda, 2008) y tras algunas disputas, incluso judiciales, Sacyr realizó en 2008 la venta de su participación por el mismo precio que la había adquirido. El valor recibido por esta venta fue utilizado para pagar la financiación utilizada inicialmente por Sacyr para la compra de las acciones de Eiffage y que tenía vencimiento inicial en 2008, aunque este plazo podría ser prolongado por opción del sindicato de bancos. Al final de 2008, Sacyr también pactó la venta de casi la totalidad de los activos de la filial Itinere, que representaba 23,3% de la deuda neta de Sacyr, pero la conclusión de la venta solo ocurrió en 2009.

Las desinversiones realizadas posibilitaron una reducción de la deuda neta de Sacyr, pero no fue suficiente para que la empresa finalizase el año sin estrés financiero. El EBITDA de la empresa sufrió una gran reducción, resultado sobre todo de la venta de Itinere y de la reducción de 220,3

millones en el resultado de la filial Vallehermoso, afectada por la crisis económica. Estos resultados resultaron en una ratio EBITDA / CF de 0,63 veces, lo que caracteriza 2008 como el año 0 de la situación de estrés financiero de Sacyr. Mismo con la necesidad de vender activos para reducir su endeudamiento, los accionistas de Sacyr aprobaron en 2008 la distribución de dividendos.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	5.706,9	-5,16%
EBITDA	610,5	-52,21%
Dividendos Percibidos	244,3	-0,69%
Endeudamiento Neto	14.512	-26,43%
Endeudamiento Bruto	15.178	-27,91%
Endeudamiento Corriente	5.431	33,57%
Costes Financieros	965,1	-12,91%
Inversiones	1.232,8	-4,44%
Desinversiones	2.110,5	756,19%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	175,9	0,51%
EBITDA / CF	0,63	
Año de Estrés Financiero	0	

Tabla 4.3. Principales Números de 2008 y Variación en relación al año anterior

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

En 2009, Sacyr continuó con su estrategia de vender activos para reducir su endeudamiento, pero los impactos de la crisis económica no posibilitaron que la empresa se recuperase de la situación de estrés financiero. En este año fue concluida la venta de la filial Itínere, y realizada la venta de activos inmobiliarios.

A la misma vez que se producía un incremento en los ingresos netos, el EBITDA del grupo mantuvo la tendencia de baja observada en 2008, resultado sobre todo del impacto de la crisis económica en las filiales Vallehermoso y de construcción. Estos resultados financieros indican una ratio EBITDA / CF de 0,75 veces en 2009, que representa una mejora insuficiente en relación a situación de estrés financiero de Sacyr y caracteriza 2009 como el año 1 de la situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	6.207,8	8,78%
EBITDA	450,1	-26,27%
Dividendos Percibidos	360,3	47,48%
Endeudamiento Neto	11.861	-18,27%
Endeudamiento Bruto	12.654	-16,63%
Endeudamiento Corriente	1.579	-70,93%
Costes Financieros	603,6	-37,46%
Inversiones	853,0	-30,81%
Desinversiones	2.107,7	-0,13%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	-	-100,00%
EBITDA / CF	0,75	
Año de Estrés Financiero	1	

Tabla 4.4. Principales Números de 2009 y Variación en relación al año anterior

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

El crecimiento del EBITDA en 2010 ha sido sobre todo por ajustes en los gastos del holding del grupo, pero los negocios inmobiliarios y de construcción de Sacyr seguían afectados por la crisis económica con empeora sobre todo en el resultado de la filial Vallehermoso. Dado los resultados de esta filial, Sacyr firmó una renegociación de deuda de 1.430 millones de euros referente a los

activos de Vallehermoso en la que aplazó el pago de la deuda, tanto amortización como intereses, a cinco años.

En este año la empresa no realizó la venta de tantos activos como en 2008 y 2009, habiendo realizado operaciones de venta de participaciones en algunas concesiones y la venta de activos inmobiliarios. Por otro lado, en 2010, Sacyr amplió su capital en 401,3 millones de euros con el objetivo de reforzar sus fondos propios. Las explicaciones de la compañía fueron que estos fondos fueron utilizados para la inversión en actividades operativas.

La ratio EBITDA / CF de Sacyr fue de 1,11 veces, pero de acuerdo a la metodología de Jostarndt (2007), una empresa se recupera de la situación de estrés financiero si pasa dos años en seguida con una ratio EBITDA / CF mayor que 1, por lo que en 2010 Sacyr seguía en situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	5.116,1	-17,59%
EBITDA	571,6	26,99%
Dividendos Percibidos	103,8	-71,19%
Endeudamiento Neto	10.995	-7,30%
Endeudamiento Bruto	12.242	-3,26%
Endeudamiento Corriente	6.711	325,00%
Costes Financieros	514,4	-14,78%
Inversiones	954,2	11,86%
Desinversiones	309,2	-85,33%
Ampliación de Capital	401,3	-
Distribución de Dividendos	-	-
EBITDA / CF	1,11	
Año de Estrés Financiero	2	

Tabla 4.5. Principales Números de 2010 y Variación en relación al año anterior

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

En 2011, Sacyr tuvo que vender alrededor de la mitad de su participación en Repsol para lograr una renegociación de la financiación que posibilitó la compra de estas acciones. Como resultado la empresa se quedó con aproximadamente 10% de las acciones de Repsol y la financiación tuvo el plazo de pago aplazado a 2015, pero con un aumento del coste e incremento de las garantías. La venta de las acciones firmada a finales de 2011, posibilitó una expresiva reducción de la deuda neta de Sacyr y también una mejora en el valor del pasivo corriente.

En 2011, las filiales Sacyr Construcción y Vallehermoso continuaron presentando un empeoramiento en los resultados, siendo estas filiales la principal razón de la caída en los resultados totales. Estos resultados indican una ratio EBITDA / CF de 0,87 veces, lo que caracteriza 2011 como el año 3 de la situación de estrés financiero.

Además, la compañía realizó nueva ampliación de capital por valor de 96,1 millones de euros después la ampliación de capital realizada en 2010. También en 2011, por primera vez Sacyr emitió deuda en el mercado de capitales, realizando una emisión de bonos canjeables en acciones.

A pesar de una propuesta contraria de la dirección de Sacyr, el consejo de administración de la empresa aprobó la distribución de dividendos en el valor de 40,8 millones de euros.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	4.248,2	-16,96%
EBITDA	533,4	-6,68%
Dividendos Percibidos	256,5	147,11%
Endeudamiento Neto	8.831	-19,68%
Endeudamiento Bruto	9.580	-21,74%
Endeudamiento Corriente	1.052	-84,33%
Costes Financieros	613,1	19,19%
Inversiones	848,7	-11,06%
Desinversiones	3.095,9	901,26%
Ampliación de Capital	96,1	-76,05%
Distribución de Dividendos	40,8	-
EBITDA / CF	0,87	
Año de Estrés Financiero	3	

Tabla 4.6. Principales Números de 2011 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

En 2012, Sacyr continuó sufriendo los impactos de la crisis económica y como en otros años, las filiales que presentaron los peores resultados fueron Sacyr Construcción y Vallehermoso. La ratio EBITDA / CF fue de 1,03 veces, pero, así como en 2010, de acuerdo a Jostardt (2007) una empresa se recupera de la situación de estrés financiero si pasa dos años en seguida con una ratio EBITDA / CF mayor que 1, por lo que en 2012 Sacyr seguía en situación de estrés financiero.

Además, en 2012, las filiales inmobiliarias de Sacyr, Vallehermoso y Testa, se estructuraron bajo la misma dirección y el grupo creó la filial Sacyr Industrial.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	3.827,2	-9,91%
EBITDA	506,1	-5,12%
Dividendos Percibidos	137,2	-46,51%
Endeudamiento Neto	8.643	-2,13%
Endeudamiento Bruto	9.374	-2,15%
Endeudamiento Corriente	1.715	63,07%
Costes Financieros	492,8	-19,62%
Inversiones	467,6	-44,90%
Desinversiones	653,8	-78,88%
Ampliación de Capital	-	-100,00%
Distribución de Dividendos	0,2	-99,58%
EBITDA / CF	1,03	
Año de Estrés Financiero	4	

Tabla 4.7. Principales Números de 2012 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

En 2013, Sacyr puso a venta la filial Vallehermoso después de que esta pasó años con reducciones en sus ingresos y EBITDA negativo, sin embargo, la venta no fue realizado en este año. Incluso, la puesta a venta de Vallehermoso supuso el cambio de nombre del grupo, de Sacyr Vallehermoso para Sacyr.

La caída en los resultados, de los que fueron excluidos los resultados de Vallehermoso, fueron sobre todo por un empeoramiento en el resultado del holding del grupo y en el resultado de la filial de servicios. La deuda neta del grupo disminuyó significativamente, resultado de la puesta a venta de Vallehermoso y de la venta de activos concesionarios e inmobiliarios de la filial Testa. Los resultados indican una ratio EBITDA / CF de 0,85 veces, lo que caracteriza 2013 como el año 5 de la situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	3.251,3	-15,05%
EBITDA	375,5	-25,81%
Dividendos Percibidos	117,1	-14,65%
Endeudamiento Neto	6.450	-25,37%
Endeudamiento Bruto	7.156	-23,66%
Endeudamiento Corriente	1.244	-27,46%
Costes Financieros	443,8	-9,94%
Inversiones	383,7	-17,94%
Desinversiones	1.061,2	62,31%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	-	-100,00%
EBITDA / CF	0,85	
Año de Estrés Financiero	5	

Tabla 4.8. Principales Números de 2013 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Al comparar los resultados de Sacyr en 2014 con los resultados reexpresados de 2013, Sacyr presentó un buen crecimiento en este año del 8,5% en los ingresos, resultado sobre todo del crecimiento de las filiales de construcción, de las concesiones en proyectos internacionales y de mejores resultados del holding del grupo. Sin embargo, al comparar los resultados de 2014 con los resultados no reexpresados de 2013, no ocurrió grande cambio en los resultados de la compañía.

En 2014, el grupo realizó una ampliación de capital y una nueva emisión de bonos canjeables por acciones por una tasa 250bp menor que los bonos emitidos en 2011. Por otro lado, la empresa realizó inversiones en activos internacionales, lo que resultó en una pequeña reducción del endeudamiento. También en 2014, la compañía siguió con el proceso de liquidación ordenada de la filial Vallehermoso, realizando la venta de activos que posibilitaron la reducción de la deuda de esta filial de 832 millones de euros a 91 millones de euros.

Aunque al final de 2014, la empresa haya presentado un alto valor de endeudamiento corriente, una vez que la financiación referente a la compra de Repsol tenía vencimiento en 2015, la empresa informó que en el primer mes de 2015 esta deuda ya estaba refinanciada y el plazo de pago había sido aplazado.

Estos resultados representan una ratio EBITDA / CF de 1,12 veces. Sin embargo, así como en otros años, de acuerdo a Jostarndt (2007) una empresa se recupera de la situación de estrés financiero si pasa dos años en seguida con una ratio EBITDA / CF mayor que 1, por lo que en 2014 Sacyr seguía en situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	2.997,5	-7,81%
EBITDA	382,3	1,81%
Dividendos Percibidos	243,5	107,94%
Endeudamiento Neto	6.337	-1,75%
Endeudamiento Bruto	6.857	-4,18%
Endeudamiento Corriente	3.424	175,23%
Costes Financieros	342,1	-22,92%
Inversiones	608,4	58,56%
Desinversiones	285,0	-73,14%
Ampliación de Capital	166,2	-
Distribución de Dividendos	-	-
EBITDA / CF	1,12	
Año de Estrés Financiero	6	

Tabla 4.9. Principales Números de 2014 y Evolución en relación al año anterior



*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

En 2015, Sacyr desinvertió más una de sus filiales, Testa, por un valor de 1.794 millones de euros, de los cuales 317 millones de euros serían pagos en 2016. Además, como parte de la transacción, Sacyr realizó anteriormente una ampliación de capital de 239 millones de euros en Testa. Como resultado, la deuda neta de Sacyr ha reducido un 34%

También en 2015, fue realizado un acuerdo de refinanciación del préstamo referente a la participación de Sacyr en Repsol, en la que el pago de la deuda fue aplazado a 2018 y hubo reducción de las garantías y posteriormente el grupo realizó la amortización anticipada de 611 millones de euros. Esta fue hecha bajo la nueva reglamentación española, siendo homologado el Acuerdo de Refinanciación, pero este estudio no ha encontrado más informaciones acerca de esta renegociación, por lo que se puede apenas suponer que la reducción de las garantías obtenidas por la empresa son resultado de la nueva normativa.

Al comparar los resultados de 2015 con los de 2014 sin los datos de la filial desinvertida, los ingresos netos y el EBITDA de Sacyr crecieron 8,5% y 33% respectivamente, resultado sobre todo de la evolución de Sacyr Concesiones y de Sacyr Industrial.

Aunque seguía en situación de estrés financiero, una vez que la ratio EBITDA / CF fue de 0,76 veces, Sacyr realizó la adquisición por medio de la filial Sacyr Industrial del 50% de la empresa Fluor a un precio de 39 millones de euros, la primera adquisición después de algunos años.

<b>Concepto</b>	<b>(Millones de €)</b>	<b>Variación</b>
Ingresos de Explotación	3.063,4	2,20%
EBITDA	318,1	-16,79%
Dividendos Percibidos	127,4	-47,68%
Endeudamiento Neto	4.180	-34,04%
Endeudamiento Bruto	4.993	-27,19%
Endeudamiento Corriente	842	-75,41%
Costes Financieros	417,8	22,13%
Inversiones	446,5	-26,61%
Desinversiones	1.558,3	446,77%
Ampliación de Capital	13,5	-91,90%
Distribución de Dividendos	25,7	-
<b>EBITDA / CF</b>	<b>0,76</b>	
Año de Estrés Financiero	7	

Tabla 4.10. Principales Números de 2015 y Evolución en relación al año anterior

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

En 2016, Sacyr realizó una operación con derivados utilizando las acciones de Repsol en el que recibió 532 millones de euros que fueron utilizados para amortización anticipada de la financiación relativa a Repsol. Además, la última parcela recibida por la venta de la filial Testa también fue utilizada para amortizar esta financiación.

La empresa también realizó la amortización de la primera serie de bonos emitidos en 2011, realizó la refinanciación de una deuda de 121,2 millones de euros de la filial de construcción, refinanciaciones de algunas de sus concesiones, incremento en 295 millones de deuda en la filial Sacyr Concesiones y venta de algunos activos de esta misma filial.

Después de algunos años sin distribuir dividendos a los accionistas, en 2016 fueron distribuidos un total de 27,7 millones de euros referentes al resultado de 2015.

Los resultados de 2016 suponen una ratio EBITDA / CF de 1,16 veces. Así como en otros años, de acuerdo a Jostarndt (2007) una empresa se recupera de la situación de estrés financiero si pasa dos años en seguida con una ratio EBITDA / CF mayor que 1, por lo que en 2016 Sacyr seguía en situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	2.963,7	-3,25%
EBITDA	359,6	13,05%
Dividendos Percibidos	98,3	-22,84%
Endeudamiento Neto	3.726	-10,86%
Endeudamiento Bruto	4.435	-11,18%
Endeudamiento Corriente	835	-0,77%
Costes Financieros	310,1	-25,78%
Inversiones	525,2	17,63%
Desinversiones	413,4	-73,47%
Ampliación de Capital	-	-100,00%
Distribución de Dividendos	-	-100,00%
EBITDA / CF	1,16	
Año de Estrés Financiero	8	

Tabla 4.11. Principales Números de 2016 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

En 2017, mantuvo la mejora en los resultados obtenida en 2016, con incremento en los ingresos y en el EBITDA por la mejora en los resultados de todas las filiales.

Sacyr realizó nueva operación con derivados con las acciones de Repsol que posibilitaron que la empresa terminase de amortizar la financiación obtenida en 2006 al realizar el pago anticipado de 769 millones de euros. Sin embargo, en 2017 el endeudamiento total del grupo aumentó por la financiación de una concesión al valor de 1.571 millones de euros. Mismo así, la deuda neta de Sacyr bajó una vez que la empresa mantenía un alto valor en efectivo obtenido en la operación de financiación referida.

Aunque los costes financieros hayan sido mayores que en 2016, en 2017 la ratio EBITDA / CF de Sacyr fue de 1,20 veces, lo que supone el segundo año en seguida que Sacyr obtuvo una ratio EBITDA / CF mayor que 1 y, de acuerdo a los criterios adoptados, la empresa se ha recuperado de la situación de estrés financiero.

Concepto	(Millones de €)	Variación
Ingresos de Explotación	3.269,5	10,32%
EBITDA	422,6	17,52%
Dividendos Percibidos	105,6	7,43%
Endeudamiento Neto	3.421	-8,19%
Endeudamiento Bruto	5.650	27,40%
Endeudamiento Corriente	922	10,42%
Costes Financieros	352,4	13,64%
Inversiones	378,6	-27,91%
Desinversiones	69,3	-83,24%
Ampliación de Capital	-	-
Distribución de Dividendos	-	-
EBITDA / CF	1,20	
Año de Estrés Financiero	9	

Tabla 4.12. Principales Números de 2017 y Variación en relación al año anterior

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

En la Tabla 4.13. es posible observar resumidamente el cambio sufrido por Sacyr en los años de estrés financiero que resultaron en una compañía con resultados mucho menores. Además, es posible observar algunas de las iniciativas adoptadas por la compañía, como el gran volumen de desinversiones, la reducción de las inversiones y de la distribución de dividendos, que resultaron en un endeudamiento y costes financieros también mucho menores.

<b>Año</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Ingresos de Explotación	4.890,4	6.017,1	5.706,9	6.207,8	5.116,1	4.248,2
EBITDA	1.065,7	1.277,4	610,5	450,1	571,6	533,4
Dividendos Percibidos	109,5	246,0	244,3	360,3	103,8	256,5
Endeudamiento Neto	18.357,0	19.726,0	14.512	11.861	10.995	8.831
Endeudamiento Bruto	19.196,7	21.053,0	15.178	12.654	12.242	9.580
Endeudamiento Corriente	2.824,4	4.066,0	5.431	1.579	6.711	1.052
Costes Financieros	428,4	1.108,2	965,1	603,6	514,4	613,1
Inversiones	11.414,5	1.290,1	1.232,8	853,0	954,2	848,7
Desinversiones	521,0	246,5	2.110,5	2.107,7	309,2	3.095,9
Ampliación de Capital	-	-	-	-	401,3	96,1
Distribución de Dividendos	118,8	175,0	175,9	-	-	40,8

<b>Año</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Ingresos de Explotación	3.827,2	3.251,3	2.997,5	3.063,4	2.963,7	3.269,5
EBITDA	506,1	375,5	382,3	318,1	359,6	422,6
Dividendos Percibidos	137,2	117,1	243,5	127,4	98,3	105,6
Endeudamiento Neto	8.643	6.450	6.337	4.180	3.726	3.421
Endeudamiento Bruto	9.374	7.156	6.857	4.993	4.435	5.650
Endeudamiento Corriente	1.715	1.244	3.424	842	835	922
Costes Financieros	492,8	443,8	342,1	417,8	310,1	352,4
Inversiones	467,6	383,7	608,4	446,5	525,2	378,6
Desinversiones	653,8	1.061,2	285,0	1.558,3	413,4	69,3
Ampliación de Capital	-	-	166,2	13,5	-	-
Distribución de Dividendos	0,2	-	-	25,7	-	-

Tabla 4.13. Principales Números Periodo 2006-2017

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr



## CAPÍTULO 5. Principales Reestructuraciones Adoptadas por Sacyr

Esta sección analiza como la situación de Sacyr antes de entrar en situación de estrés financiero puede haber influido en el resultado de su recuperación según la literatura considerada. También analiza los cambios e iniciativas adoptadas a lo largo del periodo de estrés financiero con lo que la literatura acerca del tema ha identificado como las que suelen tener mejor resultado para las empresas con el objetivo de recuperarse.

### 5.1. Situación Pre Estrés Financiero: variables analizadas

#### *Situación de control accionarial*

Al final de 2007, último año de Sacyr antes de la situación de estrés financiero, los dos principales accionistas de Sacyr eran Luis Fernando del Rivero y José Manuel Loureda, dos de los fundadores de la empresa, con participaciones de 13,75% y 13,50% del capital social de la empresa, respectivamente. Además de los dos, Juan Abello Gallo y Manuel Cecilia Manrique también tenían grandes participaciones al final de 2007, de 10% y 9,13%, respectivamente. En el año inicial de la situación de estrés financiero, 2008, estos seguían como los principales accionistas de Sacyr.

En este caso, por la metodología de Polletti-Hughes y Ozkan (2014) se entiende que la compañía no tenía un control disperso y por lo tanto esto disminuye la probabilidad de quiebra al entrar en estrés financiero, como identificado por Josdarndt (2007) y Polletti-Hughes y Ozkan (2014), pero como los accionistas que pueden ser clasificados como accionistas de control no son empresas cotizadas en bolsa, se los caracteriza como accionistas individuales, lo que aumentaría la probabilidad de quiebra de Sacyr en los años siguientes de acuerdo a Polletti-Hughes y Ozkan (2014).

#### *Perfil de endeudamiento*

Las memorias de Sacyr de 2006 y 2007 no tenían las informaciones necesarias para medir los ratios acerca de la composición del endeudamiento de Sacyr, una vez que no tenía el desglose de deuda por tipo de acreedor y el volumen de garantías de la deuda. Sin embargo, Sacyr no había emitido deuda en el mercado de capitales, lo que supone una estructura de endeudamiento menos compleja y por lo tanto más fácil de renegociar y refinanciar. Tampoco fue posible identificar el nivel de relación de Sacyr con sus acreedores, porque las memorias o los hechos relevantes tampoco tenían informaciones de cuáles eran los bancos que participaron de cada préstamo sindicado.

#### *Going Concern*

En 2007, Sacyr tenía 284.636.213 acciones y estas tuvieron un valor medio de cotización de €34,23<sup>1</sup> a lo largo del año, lo que representa 9.742,6 millones de euros en valor medio de mercado en 2007. Al final de este año, el patrimonio neto de Sacyr era de 3.492,4 millones de euros y el valor contable de la deuda era de 26.284,7 millones de euros. El indicador Tobin's Q de Sacyr en 2007 fue de 1,21 e indica que Sacyr tenía un valor significativo de *going concern* antes de estar en situación de estrés financiero y, por lo tanto, menor probabilidad de quiebra. El *going concern* de Sacyr también era bastante por encima de los valores observados en la muestra de Gilson et al. (1990), aunque esta muestra sea de empresas cotizadas en los EEUU y no en España.

#### *Situación de liquidez*

---

<sup>1</sup> Yahoo Finanzas

Con relación a liquidez de Sacyr antes del período de estrés financiero, en 2007, la empresa tenía solamente 4,46% de sus activos en forma de efectivo o equivalentes, valor muy por debajo del identificado por Jorstandt (2007) para las empresas que lograron recuperarse. Por lo tanto, la baja liquidez de Sacyr sería un indicador de mayor probabilidad de quiebra de la compañía en el periodo de estrés financiero.

## 5.2. Reestructuraciones Realizadas

### Reestructuración de Activos

Según el análisis económico financiero realizado, Sacyr realizó la venta de muchos activos en el periodo de estrés financiero. Con relación al activo que la compañía tenía al final de 2007, la Figura 5.1, muestra la evolución de estas desinversiones e indica que fue en 2011 que la empresa logró el nivel de 20% de activos vendidos, de acuerdo al definido por Asquith et al. (1994), en el que se identifica que empresas en situación de estrés financiero que venden más de un 20% de sus activos tienen mayor probabilidad de recuperarse que empresas que venden menos de 20% de sus activos.



Figura 5.1 Evolución de activos vendidos

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

Incluso, de acuerdo a Asquith et al. (1994) una de las ventajas de realizar la venta de activos es el impacto que tengan estas ventas en las renegociaciones de deuda. Fue lo que ocurrió en la primera renegociación entre Sacyr y el sindicato de bancos que financió la compra de las acciones de Repsol en que, para firmar la renegociación, Sacyr tuvo que realizar la venta de casi la mitad de las acciones que tenía de Repsol (Carcar, 2011).

Otro factor identificado como importante para la recuperación de una empresa en situación de estrés financiero es el uso del dinero de la venta de activos (Shleifer and Vishny 1992, Brown et al. 1993, Sudarsanam y Lai 2001). A lo largo del periodo de estrés financiero, Sacyr no dejó de realizar nuevas inversiones (Figura 5.2), con las inversiones totalizando 57,4% del valor de las desinversiones lo que aumentaría su probabilidad de no incurrir en suspensión de pagos.

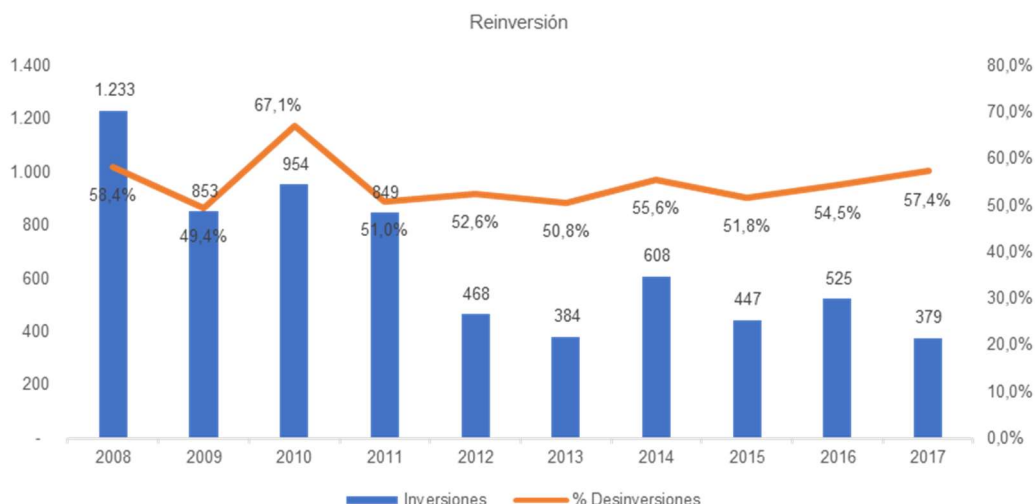


Figura 5.2. Inversiones relativas al valor de la venta de activos

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

Por otro lado, en el ámbito de la reestructuración de activos, como ya identificado en el análisis económico financiero y descrito en el capítulo 4, Sacyr realizó una reestructuración de sus actividades (Figura 4.5), saliendo del negocio inmobiliario en el que tenía dos filiales, Vallehermoso y Testa, y aumentando la representatividad de sus concesiones. Sin embargo, no es posible relacionar esta reestructuración con la recuperación de la empresa, aunque este estudio ha supuesto que esto permitió la reducción del riesgo de Sacyr.

#### Reestructuración Financiera

Con relación a las refinanciaciones, Sacyr logró realizar algunas a lo largo del periodo de estrés financiero. Dada la necesidad de amortizar deudas y la insuficiente generación de caja de las actividades del grupo, como se ha identificado en el análisis económico financiero, la empresa tuvo que conseguir aplazamiento de las amortizaciones y también nuevas financiaciones y renovación de líneas de crédito y préstamos (Figura 5.3).

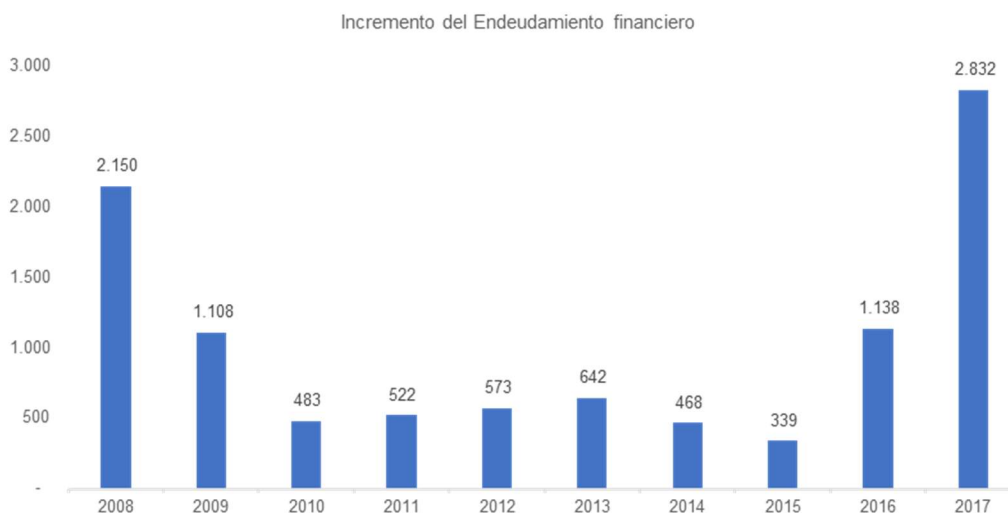


Figura 5.3 Incremento del Endeudamiento Financiero (millones de euros)

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

Además, se destacan las refinanciaciones que realizó Sacyr en su filial Vallehermoso por el valor de 1.430 millones de euros, con aplazamiento de pago de amortización e interés en cinco años y las refinanciaciones referentes a la compra de acciones de Repsol, ocurridas en 2011 y 2015 con

aplazamiento del periodo de pago, siendo la última hecha con base en la nueva normativa española de Ley Concursal.

La literatura de empresas en situación de estrés financiero identifica que una de las principales razones para la recuperación de una empresa es su capacidad de refinanciarse, por lo que se puede suponer que el hecho de que Sacyr haya conseguido una serie de renegociaciones y refinanciaciones al largo del periodo de estrés financiero fue uno de los determinantes de su recuperación. Las repetidas refinanciaciones de Sacyr, incluso para la misma financiación como en el caso de las acciones de Repsol, corrobora lo identificado por Mooradian y Ryan (2005) de que las empresas en situación de estrés financiero que logran refinanciarse tienen más probabilidad de tener que refinanciarse otra vez dentro de un periodo de cinco años.

También fue identificado en el capítulo anterior que Sacyr ha realizado más de una ampliación de capital y de acuerdo a Jostarndt (2007) esto sería un factor que disminuye la probabilidad de una empresa de solicitar el inicio de un proceso de quiebra.

La empresa también cambió su política de dividendos, a partir del año 1 de la situación de estrés financiero empezó a no distribuir dividendos (Figura 5.4).

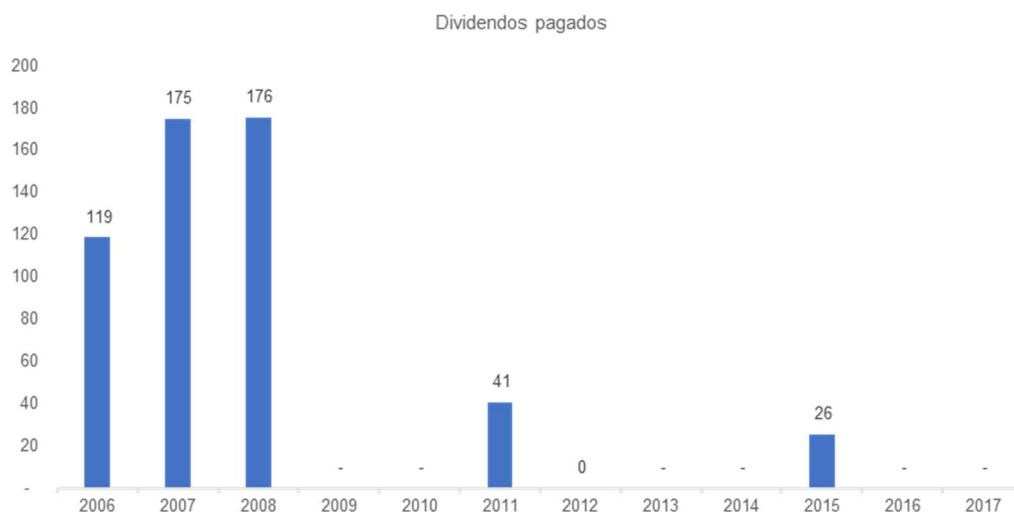


Figura 5.4 Distribución de Dividendos – Año de Pago (millones de euros)

*Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr*

### *Reestructuración Operacional*

En 2008, año 0 del estrés financiero, Sacyr no realizó reestructuración operacional, una vez que sus costes y gastos aumentaron, tanto en valor absoluto como en valor relativo a los ingresos de explotación (Figura 5.5), pero en el año 1 de la situación de estrés financiero la empresa logró una reducción de sus costes operacionales. Lo mismo pasó con las existencias, que en 2008 no bajaron en valor absoluto, pero en 2009 presentaron una gran reducción (Figura 5.5). Aunque la reestructuración operacional esté relacionada a ajustes de corto plazo, ayuda en la recuperación de la empresa al resultar en una mejora del flujo de caja de la empresa hasta que otras reestructuraciones sean concluidas.



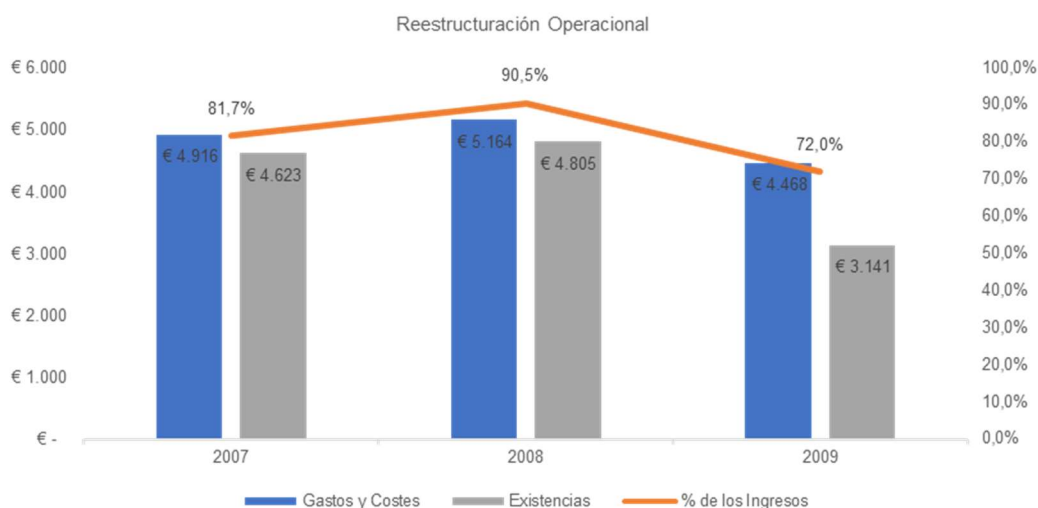


Figura 5.5 Evolución de costes, gastos y existencias (millones de euros)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

### Reestructuración Directiva

En 2007, además de ser uno de los accionistas de control de Sacyr, Luis Fernando del Rivero era el CEO y presidente del consejo del grupo. En octubre de 2011, la junta de accionistas aprobó su destitución debido a conflictos con otros de los accionistas de Sacyr por la estrategia adoptada en Repsol. Luis Fernando del Rivero fue sustituido por Manuel Manrique Cecilia, tanto como presidente de Sacyr como presidente del consejo de administración. Manuel Manrique Cecilia ya era miembro de la dirección de Sacyr, además de consejero y accionista de la empresa con una participación de un 6% (Jiménez, 2011).

Por las noticias de los periódicos no es posible afirmar que la destitución de Luis Fernando del Rivero tiene relación directa con la situación de estrés financiero de Sacyr, sino con la estrategia adoptada en Repsol. Sin embargo, pocos meses después de su destitución, Sacyr logró renegociar la deuda que financió la inversión en Repsol con el sindicato de bancos, que supuso la venta de mitad de la participación de Sacyr en Repsol.

Gilson et al. (1990) y Sudarsanam y Lai (2001) identifican en sus muestras una mayor proporción de empresas que se recuperan al no realizar cambios en la presidencia de la empresa que en empresas que cambian su presidente, pero en el caso de Sacyr la reestructuración directiva realizada fue importante para la renegociación obtenida pocos meses después, por lo que se entiende que tuvo un impacto positivo para la recuperación de la compañía.

Con relación a las remuneraciones del presidente de Sacyr (Figura 5.6.) en el periodo analizado, la remuneración del presidente de la compañía no pasó por una reducción proporcional a la reducción de tamaño que pasó en Sacyr, incluso creció (como en 2011 ocurrió el cambio en la presidencia, no fue posible obtener los datos exactos de la remuneración en este año). Sin embargo, después de la destitución de Luis Fernando del Rivero, hubo una baja inicial en la remuneración pagada a Manuel Manrique Cecilia, pero en los años siguientes su remuneración creció todos los años (en 2016 la empresa pagó un *bonus* de 1 millón de euros a Manuel Manrique Cecilia por la venta de la filial Testa, por este motivo la remuneración total en 2016 es mayor que en 2017).

Aunque su remuneración tuviese poca representatividad comparada a la deuda de la empresa, no es positivo que la empresa esté con dificultades financieras y siga aumentando la remuneración de sus directivos. Por otro lado, se identificó que la empresa relacionó parte de la remuneración al proceso de reestructuración y como consideran Gilson y Vetsuypens (1993) este es un factor importante en la recuperación de una empresa en situación de estrés financiero. Sin embargo,

este estudio no ha podido suponer el impacto de la política de remuneración de la empresa en su proceso de recuperación.

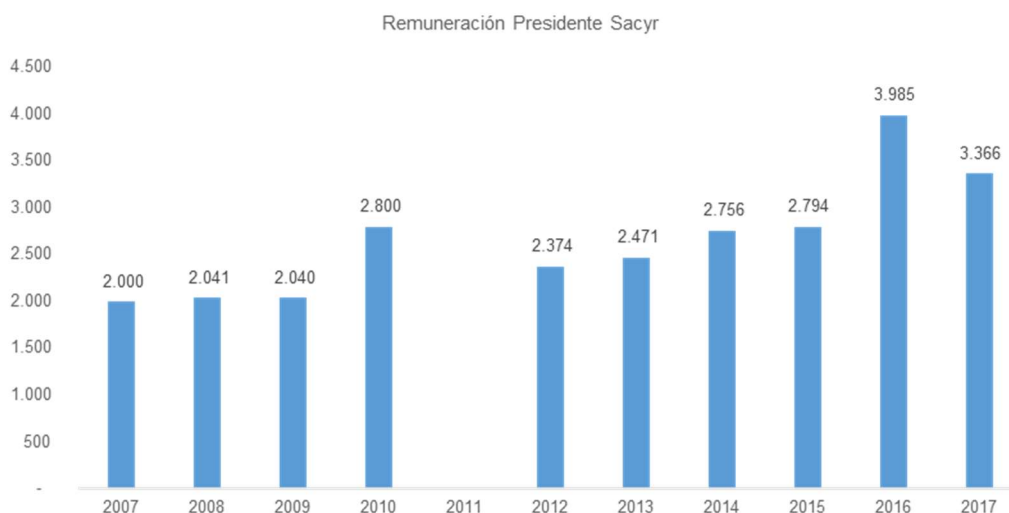


Figura 5.6 Remuneración del presidente de Sacyr (miles de euros)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Sacyr

### 5.3. Impacto de las reestructuraciones en el valor de mercado de Sacyr

Aunque Sacyr logró recuperarse del estrés financiero sin necesidad de iniciar un Concurso de Acreedores, como resultado de todas las reestructuraciones y de 9 años de estrés financiero, al final de 2017, el valor de la acción de la compañía era un 5,4%% del valor que tenía en el inicio de 2007 (Figura 5.7), último año antes del estrés financiero y un 10% del valor de la acción de Sacyr en el inicio de 2008. En 2007 y 2008, el valor de las acciones de Sacyr pasó por una gran reducción y, a lo largo de los años, mientras Sacyr se reestructuraba para reducir su endeudamiento y consecuentemente reducía su tamaño el valor de sus acciones bajaban. Parte de la reducción del valor de mercado de Sacyr se puede relacionar a la crisis económica, una vez que el IBEX 35 en 2008 también presentó una gran reducción, de un 36,8%, pero la baja del valor de mercado de Sacyr fue mucho mayor, lo que indica que el riesgo específico de la compañía y sus resultados tuvieron un gran impacto en la disminución de su valor de mercado.



Figura 5.7 Cotización histórica de Sacyr y del IBEX 35 (2007 a 2017)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finanzas

Una vez que en el periodo ocurrieron ampliaciones de capital y aumento en el número total de acciones de Sacyr también sin ampliación de capital, es importante analizar la variación del valor de mercado de la empresa en el periodo estudiado. Al final del año de 2017 el valor de mercado de Sacyr fue de 1.258 millones de euros, un 10,1% del valor de mercado de Sacyr al inicio de 2007 y un 18,7% del valor de la empresa al inicio de 2008 (Figura 5.8). A lo largo de 2007, antes de la crisis económica y del estrés financiero de Sacyr, el valor de mercado de la compañía bajó un 46,1%, con el inicio de la crisis económica en 2008, el valor de mercado de Sacyr bajó un 71,4% a lo largo del año. En 2010, mismo con una ampliación de capital de 401,3 millones de euros, el valor de mercado de Sacyr disminuyó y lo mismo ocurrió en 2014, año en que la empresa realizó una ampliación de capital de 166,2 millones de euros, lo que puede indicar que para el mercado financiero el uso de este dinero no fue correcto y no logró mejorar la situación financiera de Sacyr.

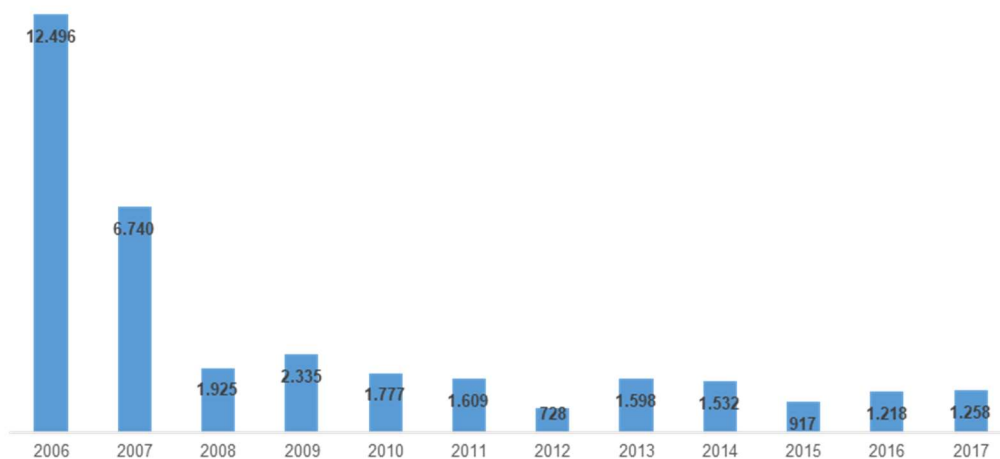


Figura 5.8 Valor de mercado de Sacyr (millones de euros)

Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finanzas



## CAPÍTULO 6. Conclusión

El objetivo de este TFM es realizar una revisión de literatura acerca de empresas en situación de estrés financiero, relacionándolo con el estudio del caso de la empresa Sacyr. En general, ha sido posible identificar iniciativas de diferentes tipos adoptadas por Sacyr y relacionarlas a la literatura, aunque algunas informaciones de Sacyr para realizar el análisis completo como se buscaba no fueron encontradas.

Según la literatura acerca de empresas en situación de estrés financiero no parece haber una iniciativa que sea la clave para la recuperación de una empresa, sino un conjunto de diferentes tipos de reestructuración que posibilitan una mejora en las condiciones de pago de su endeudamiento como reducción en el valor debido, o cambios en el plazo de pago o tasa de interés, sin perjudicar la capacidad de generación de tesorería de la empresa. Además, la situación de la empresa antes de iniciar su estrés financiero tiene relevancia en la capacidad de recuperación de la empresa.

Según el análisis realizado, la reestructuración de Sacyr fue hecha de esta manera. La empresa logró mejorar las condiciones de pago de su endeudamiento al conseguir renegociar diferentes financiaciones y obtener nuevas financiaciones y también logró mantener una generación de caja proporcionalmente mayor. De esta forma, la deuda con entidades de crédito y los costes financieros bajaron de 2007 a 2017 en mayor proporción que el EBITDA de la compañía en el mismo periodo.

Para mejorar su endeudamiento, Sacyr realizó un alto volumen de desinversiones, que incluso fueron condiciones necesarias en algunas renegociaciones de financiaciones, y hasta cambió el presidente de la compañía para así firmar una importante renegociación. Para mantener la generación de caja, la empresa realizó reestructuraciones operativas con reducción en sus gastos y costes. Además, realizó constantemente nuevas inversiones utilizando incluso ampliaciones de capital para estas inversiones. También redujo los dividendos distribuidos y reestructuró sus negocios vendiendo filiales que presentaban malos resultados durante la crisis e invirtiendo más en áreas que presentaban mejores resultados.

Además, es probable que la situación *a priori* de Sacyr haya ayudado en la recuperación de la empresa. El hecho de que Sacyr tenía accionistas de control antes de entrar en situación de estrés financiero, el hecho de que la compañía no hubiese emitido deuda en el mercado de capitales, que indica menor complejidad de su endeudamiento, y el valor del *going concern* de Sacyr fueron factores positivos para la recuperación de la empresa.

Sin embargo, aunque la empresa no haya iniciado un proceso de quiebra y se haya recuperado sin necesidad de iniciar un concurso de acreedores, hubo una gran reducción de su valor, por lo que se cuestiona si el resultado de todo este proceso fue de hecho positivo y si este era el mejor resultado posible.



## Bibliografía

- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, 109. Recuperado de: [https://www--jstor--org.us.debiblio.com/stable/2118416?origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www--jstor--org.us.debiblio.com/stable/2118416?origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Brown, D., James, C., & Mooradian, R. (1993). Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 1. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0929119994900043>
- Carcar, S. (21 de diciembre de 2011). Sacyr pacta la venta del 33% de Eiffage por 1.950 millones. *El País*. Recuperado de: [https://elpais.com/diario/2008/04/09/economia/1207692005\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2008/04/09/economia/1207692005_850215.html)
- García-Posada, M. & Mora-Sanguinetti, J. S. (2014). Are there alternatives to bankruptcy? A study of small business distress in Spain. *Journal of the Spanish Economic Association*. Recuperado de: <https://link.springer.com/article/10.1007/s13209-014-0109-7>
- Gilson, S. C. (1989). Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economics*, 25. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X89900834>
- Gilson, S.C., (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders - Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X9090060D>
- Gilson, S. C., (1997). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*, 52(1). Recuperado de: [https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Transaction%20Costs%20and%20Capital%20Structure%20Choice\\_422db87c-c388-46ff-bb95-9015095f6252.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Transaction%20Costs%20and%20Capital%20Structure%20Choice_422db87c-c388-46ff-bb95-9015095f6252.pdf)
- Gilson, S. C., Kose, J., & Lang, L. H. P. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, 27. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900599>
- Gilson, S.C., & Vetsuypens, M.R., (1993). CEO Compensation in Financially Distressed Firms: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 48(2). Recuperado de: [https://www--jstor--org.us.debiblio.com/stable/2328907?origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www--jstor--org.us.debiblio.com/stable/2328907?origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Hotchkiss, E. S., & John, K., Mooradian, R. M., Thorburn, K. S., (2008). Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress. En Eckbo, B. E., *Handbook of Empirical Corporate Finance, Volume 2*, pp. 235 - 287. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444532657500068> en 04/04/2019
- Hotchkiss, E.S., & Mooradian, R.M., (1997). Vulture Investors and the market for control of distressed firms. *Journal of Finance Economics*, 43. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X96009002> en 05/04/2019
- Hower, D. (2016). The role of bank relationships when firms are financially distressed. *Journal of Banking & Finance*, 65. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426616000121>
- Jiménez, M. (20 de octubre de 2011). Del Rivero es destituido como presidente de Sacyr. *El País*. Recuperado de: [https://elpais.com/economia/2011/10/20/actualidad/1319095975\\_850215.html](https://elpais.com/economia/2011/10/20/actualidad/1319095975_850215.html)
- Jostarndt, P. (2007). *Financial Distress, Corporate Restructuring and Firm Survival: An Empirical Analysis of German Panel Data*. (Tesis doctoral). Universität München, Alemania.

Recuperado de: <https://link--springer--com.us.debiblio.com/book/10.1007%2F978-3-8350-9437-6>

- Lasfer, M. A., Sudarsanam, P. S., & Taffler, R. J. (1996). Financial Distress, Asset Sales, and Lender Monitoring. *Financial Management*, 25. Recuperado de: <https://search.proquest.com/docview/1295083814/B7F64B061BF9454BPQ/1?accountid=14744>
- Ley 22/2013, de 9 de julio, Concursal. Boletín Oficial del Estado, 164, de 10 de julio de 2003. Recuperado de: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2003-13813> en 09/05/2019
- Mooradian, R. M., & Ryan, H. E., (2005). Out-of-Court Restructurings and the Resolution of Financial Distress: Section 3(a)(9) Compared to Investment-Bank-Managed Exchange Offers. *The Journal of Business*, 78(4). Recuperado de: [https://www.jstor.org/stable/10.1086/430870?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/10.1086/430870?seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Noceda, M. A. (9 de abril de 2008). Repsol compra a los acreedores de Sacyr el 10% de sus acciones por 2.572 millones. *El País*. Recuperado de: [https://elpais.com/diario/2011/12/21/economia/1324422002\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2011/12/21/economia/1324422002_850215.html)
- Poletti-Hughes, J., & Ozkan, A. (2014). Ultimate Controllers, Ownership and the Probability of Insolvency in Financially Distressed Firms. *Managerial and Decision Economics*, 35. Recuperado de: <https://onlinelibrary--wiley--com.us.debiblio.com/doi/full/10.1002/mde.2605>
- Rosenfeld, C. M., (2014). The effect of banking relationships on the future of financially distressed firms. *Journal of Corporate Finance*, 25. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000054>
- Sacyr, S.A. (2007). *Informe Anual 2006*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2008). *Comunicación de Hecho Relevante, 17 de abril de 2008*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2008). *Informe Anual 2007*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2009). *Informe Anual 2008*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2010). *Comunicación de Hecho Relevante, 5 de agosto de 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2010). *Comunicación de Hecho Relevante, 19 de octubre de 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2010). *Comunicación de Hecho Relevante, 20 de diciembre de 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2010). *Comunicación de Hecho Relevante, 30 de diciembre de 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
-



- Sacyr, S.A. (2010). *Informe Anual 2009*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2011). *Comunicación de Hecho Relevante, 8 de febrero de 2011*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2011). *Comunicación de Hecho Relevante, 13 de abril de 2011*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2011). *Comunicación de Hecho Relevante, 11 de mayo de 2011*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-general/hechos-relevantes/)
- Sacyr, S.A. (2011). *Informe Anual 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2011). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2010*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2012). *Informe Anual 2011*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2012). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2011*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2013). *Informe Anual 2012*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2013). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2012*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2014). *Informe Anual Integrado 2013*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2014). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2013*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2015). *Informe Anual Integrado 2014*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2015). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2014*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2016). *Informe Anual Integrado 2015*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2016). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2015*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
-

- Sacyr, S.A. (2017). *Informe Anual Integrado 2016*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2017). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2016*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2018). *Informe Anual Integrado 2017*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2018). *Informe de Auditoría de Cuentas Anuales Consolidadas 2017*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/](http://www.sacyr.com/es_es/canales/canal-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-financiera-anual/)
- Sacyr, S.A. (2018). *Presentación Sacyr 2018*. Madrid. Recuperado de: [http://www.sacyr.com/es\\_es/empresa-global/actividad-corporativa/default.aspx](http://www.sacyr.com/es_es/empresa-global/actividad-corporativa/default.aspx)
- Shleifer, A., & Vishny, R., (1992). Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach. *The Journal of Finance*, 47(4). Recuperado de: [https://www-jstor-org.us.debiblio.com/stable/2328943?origin=crossref&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www-jstor-org.us.debiblio.com/stable/2328943?origin=crossref&seq=1#metadata_info_tab_contents)
- Sichermann, N.W., & Pettway, R.H., (1992). Wealth Effect for Buyers and Sellers of the Same Divested Asset. *Financial Management*, 21. Recuperado de: <https://search.proquest.com/docview/1295084683/fulltextPDF/432BAC3A99C5421EPQ/1?aaccountid=14744> en 05/04/2019
- Stanghellini, L., Mokal, R., Paulus, C. G., & Tirado, I., (2018). Spanish National Findings., *Best practices in European restructuring. Contractualised distress resolution in the shadow of the law*. Recuperado de: <https://www.codire.eu/publications/spanish-national-findings/>
- Sudarsanam, J., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal of Management*, 12. Recuperado de: <https://onlinelibrary-wiley-com.us.debiblio.com/doi/abs/10.1111/1467-8551.00193>
- Wruck, K.H., (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27. Recuperado de: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X90900636>
- Yahoo Finanzas. (17 de julio, 2019). *Cotizaciones Históricas de IBEX 35 de 01/01/2007 a 31/12/2007* [Base de datos]. Recuperado de <https://es.finance.yahoo.com/quote/%5EIBEX/history?period1=1167606000&period2=1514674800&interval=1d&filter=history&frequency=1d>
- Yahoo Finanzas. (26 de junio, 2019). *Cotizaciones Históricas de Sacyr, S.A. de 01/01/2007 a 31/12/2007* [Base de datos]. Recuperado de <https://es.finance.yahoo.com/quote/SCYR.MC/history?period1=1167606000&period2=1199055600&interval=1d&filter=history&frequency=1d>
- Yahoo Finanzas. (26 de junio, 2019). *Cotizaciones Históricas de Sacyr, S.A. de 01/01/2017 a 31/12/2017* [Base de datos]. Recuperado de <https://es.finance.yahoo.com/quote/SCYR.MC/history?period1=1483225200&period2=1514674800&interval=1d&filter=history&frequency=1d>
- Yahoo Finanzas. (12 de julio, 2019). *Cotizaciones Históricas de Sacyr, S.A. de 01/01/2007 a 31/12/2017* [Base de datos]. Recuperado de <https://finance.yahoo.com/quote/SCYR.MC/history?period1=1167606000&period2=1514674800&interval=1d&filter=history&frequency=1d>
-