



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
ICADE

**LA REESTRUCTURACIÓN  
EMPRESARIAL COMO  
HERRAMIENTA ESTRATÉGICA  
FRENTE AL *FINANCIAL DISTRESS***

Autor: Pablo Lorca Cuadrado  
Director: Esther Vaquero Lafuente

MADRID | Marzo 2025

## RESUMEN

---

El presente estudio parte de la premisa de que los procesos de reestructuración empresarial constituyen una herramienta fundamental para restablecer la viabilidad de compañías en situaciones de *distress* financiero. Si bien su importancia ha sido ampliamente abordada en la literatura, este trabajo se propone analizar su efectividad desde una perspectiva práctica, tomando como referencia el caso de una empresa del sector cerámico que enfrentaba dificultades transitorias de tesorería. A partir del análisis realizado, se examina cómo la implementación coordinada de medidas operativas y financieras, integradas en un plan estructurado, permite corregir ineficiencias, estabilizar la estructura económica y evitar escenarios de insolvencia. Los resultados ponen de manifiesto que el éxito de una reestructuración no depende únicamente del entorno macroeconómico, sino de la capacidad de la empresa para diseñar e implementar una estrategia coherente, realista y orientada a la recuperación progresiva de la rentabilidad y la sostenibilidad a medio y largo plazo.

**PALABRAS CLAVE:** reestructuración empresarial, viabilidad, *distress* financiero, insolvencia, sector cerámico.

## ABSTRACT

---

This study is based on the premise that corporate restructuring processes are a fundamental tool for restoring the viability of companies undergoing financial distress. Although their importance has been widely discussed in the literature, this paper aims to analyse their effectiveness from a practical perspective, taking as a reference the case of a company in the ceramics sector facing temporary cash flow difficulties. Based on the analysis carried out, we examine how the coordinated implementation of operational and financial measures, integrated in a structured plan, makes it possible to correct inefficiencies, stabilize the economic structure and avoid bankruptcy. The results show that the success of a restructuring process depends not only on the macroeconomic environment, but also on the company's ability to design and implement a coherent and realistic strategy aimed at the progressive recovery of profitability and sustainability in the medium and long term.

**KEY WORDS:** corporate restructuring, viability, financial distress, bankruptcy, ceramic sector.

## ÍNDICE

<b>1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>5</b>
<b>1.1. OBJETIVO</b> .....	<b>5</b>
<b>1.2. ESTADO DE LA CUESTIÓN</b> .....	<b>5</b>
<b>1.3. METODOLOGÍA</b> .....	<b>6</b>
<b>1.4. ESTRUCTURA</b> .....	<b>7</b>
<b>2. CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1. FINANCIAL DISTRESS</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1.1. CONCEPTO Y MECANISMOS DE IDENTIFICACIÓN</b> .....	<b>8</b>
<b>2.1.2. CAUSAS DE FINANCIAL DISTRESS</b> .....	<b>9</b>
<b>2.1.3. IMPACTO DEL FINANCIAL DISTRESS EN LA COMPAÑÍA</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2. REESTRUCTURACIÓN</b> .....	<b>10</b>
<b>2.2.1. REESTRUCTURACIÓN OPERATIVA</b> .....	<b>11</b>
<b>2.2.2. REESTRUCTURACIÓN GERENCIAL</b> .....	<b>12</b>
<b>2.2.3. REESTRUCTURACIÓN ESTRATÉGICA</b> .....	<b>13</b>
<b>2.2.4. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA</b> .....	<b>13</b>
<b>2.3. RATIOS FINANCIERAS</b> .....	<b>18</b>
<b>3. CAPÍTULO III. SECTOR CERÁMICO</b> .....	<b>20</b>
<b>3.1. PERSPECTIVA GENERAL</b> .....	<b>20</b>
<b>3.2. EVOLUCIÓN DEL SECTOR CERÁMICO</b> .....	<b>21</b>
<b>3.3. COMPAÑÍA AZULEJERA, S.A.</b> .....	<b>26</b>
<b>3.3.1. BREVE DESCRIPCIÓN GENERAL</b> .....	<b>26</b>
<b>3.3.2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA</b> .....	<b>26</b>
<b>3.3.3. CONCURSO DE ACREEDORES</b> .....	<b>30</b>
<b>3.3.4. PLAN DE REESTRUCTURACIÓN</b> .....	<b>31</b>
<b>4. CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES</b> .....	<b>39</b>
<b>5. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO</b> .....	<b>41</b>
<b>6. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>42</b>

## **ÍNDICE DE FIGURAS**

---

FIGURA 1: Exportación por áreas geográficas del sector cerámico español.....	21
FIGURA 2: Evolución de los tipos de interés los últimos 10 años.....	22
FIGURA 3: Evolución del precio del Petróleo Brent y Gas Natural.....	25

## **ÍNDICE DE TABLAS**

---

TABLA 1: Tipos de ratios financieras.....	19
TABLA 2: Evolución de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2019-2022.....	27
TABLA 3: Evolución del Balance de situación 2019-2022.....	29

## **1. CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN**

---

### **1.1. OBJETIVO**

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal analizar los procesos de reestructuración como herramienta clave para que las empresas que se enfrentan o se anticipan a problemas de liquidez puedan ajustar su estructura de capital, estabilizar sus operaciones y garantizar su viabilidad a largo plazo. Para ello, se estudiará el caso de una empresa del sector cerámico que atravesaba dificultades transitorias de tesorería. El análisis se orienta en identificar las condiciones que justifican la necesidad de iniciar un proceso de reestructuración financiera, comprender las medidas aplicadas y evaluar su impacto desde una perspectiva económica y financiera. A través del estudio de indicadores clave, se busca determinar la efectividad de estas medidas en la estabilización económica y la mejora de la viabilidad empresarial.

### **1.2. ESTADO DE LA CUESTIÓN**

Cuando una empresa entra en situación de insolvencia empresarial, las decisiones que adopte resultan cruciales para su gestión financiera ya que, determinarán su capacidad para restablecer el equilibrio económico y garantizar su continuidad. En este contexto, la compañía debe decidir si adoptar un plan de reestructuración para intentar recuperar la viabilidad financiera, o si, por el contrario, se acoge a un procedimiento concursal.

Esta disyuntiva se ha vuelto especialmente relevante en la industria cerámica, un sector especialmente afectado por el encarecimiento de las materias primas y de los recursos energéticos, en particular el gas natural, un insumo esencial en su proceso productivo. En este sentido cobra especial relevancia el aumento del precio del gas natural en 2022 ya que, tuvo un impacto severo en la rentabilidad de las empresas cerámicas, encareciendo significativamente los costes de producción y erosionando los márgenes operativos. Como consecuencia, muchas compañías del sector entraron en dificultades financieras, en concreto, en 2022, se registraron diez insolvencias entre fabricantes y treinta y cuatro entre comercializadores de productos cerámicos (Vicent, 2024).

La magnitud de estas cifras hace imprescindible analizar qué alternativa (reestructuración o concurso de acreedores) resulta más favorable para las compañías en situación de

insolvencia. Si bien el concurso de acreedores es un mecanismo concebido para permitir la continuidad de las empresas en crisis, en la práctica, la mayoría de las compañías que inician este procedimiento terminan en liquidación. De acuerdo con los datos publicados por el Colegio de Registradores, el 97,4% de las empresas que entran en concurso no logran superar la fase de convenio, lo que conlleva el cese definitivo de su actividad (Esteban, 2024). Ante esta realidad, la reestructuración empresarial se presenta como una herramienta clave para aquellas empresas con capacidad de recuperación, ya que permite ajustar su estructura de deuda, optimizar su operativa y mejorar su posición competitiva, evitando así un desenlace irreversible.

### **1.3. METODOLOGÍA**

El enfoque metodológico adoptado en este trabajo busca garantizar un análisis exhaustivo y una comprensión profunda de los procesos de reestructuración empresarial en el contexto de situaciones de *financial distress*. Para ello, se estructura en dos fases principales: una revisión teórica y un análisis práctico.

En la primera fase, se realizará una revisión exhaustiva de la literatura existente con el propósito de comprender y delimitar el concepto de *financial distress*. Este análisis incluirá las definiciones más relevantes, los modelos de predicción utilizados en la literatura académica y las principales causas que conducen a esta situación. Asimismo, se abordarán las consecuencias que puede tener para las empresas no revertir este estado. En este marco, se profundizará en el concepto de reestructuración empresarial, abarcando sus distintas tipologías, con un enfoque particular en las estrategias financieras. También se analizarán las medidas habituales en estos procesos, tales como la renegociación de deudas, la recapitalización y la desinversión en activos no estratégicos. Además, se identificarán y evaluarán los indicadores financieros clave que reflejan la situación económica de una empresa, permitiendo determinar su salud financiera y la necesidad de una reestructuración.

La segunda fase se centrará en la aplicación de los conceptos teóricos al análisis de un caso práctico. En este apartado, se analizará una empresa del sector cerámico que ha atravesado dificultades financieras y para ello se contextualizará la empresa, describiendo su situación inicial, los desafíos financieros enfrentados y las razones que motivaron la

implementación de una reestructuración. A continuación, se analizarán las medidas estratégicas adoptadas, evaluando cómo estas se diseñaron e implementaron para abordar los problemas identificados. Finalmente, se realizará una evaluación del impacto de las medidas aplicadas, comparando indicadores financieros clave antes y después de la reestructuración.

Para el desarrollo de esta metodología, el trabajo se fundamenta en fuentes de información académicas como libros, revistas científicas, informes sectoriales y artículos de periódico, las cuales se han seleccionado de reconocidas bases de datos como *Scopus*, *Web of Science*, Dialnet o SABI, para la recopilación y análisis de datos financieros de la empresa.

#### **1.4. ESTRUCTURA**

El trabajo se organiza en cuatro capítulos principales, cada uno con un propósito específico: Introducción, Marco Teórico, Sector Cerámico y Conclusiones.

El Capítulo I introduce el tema objeto de estudio a través de la definición de su objetivo, la contextualización del problema mediante el estado de la cuestión y la justificación de la metodología utilizada.

A continuación, en el Capítulo II, se desarrolla el marco teórico, donde se analizan los conceptos clave relacionados con el *financial distress*, sus causas y sus efectos sobre la estabilidad financiera de las empresas. Además, se examina el concepto de reestructuración corporativa, y los diferentes tipos de reestructuración que las compañías pueden implementar. Por último, se realiza un estudio de las ratios financieras y su utilidad en los procesos de reestructuración.

Posteriormente, el Capítulo III, se centra en el estudio del sector cerámico, ofreciendo una visión general sobre su estructura y los diferentes factores que han afectado a su desempeño los últimos 3 ejercicios. Seguidamente, se presentará el caso concreto de una compañía del sector que ha implementado una estrategia de reestructuración.

Por último, el Capítulo IV recoge las conclusiones obtenidas a lo largo del estudio.

## **2. CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO**

---

### **2.1. FINANCIAL DISTRESS**

#### **2.1.1. CONCEPTO Y MECANISMOS DE IDENTIFICACIÓN**

Este concepto carece de una definición única y ha sido abordado por diversos autores desde diferentes perspectivas (Platt, 2006). Lau (1987) lo describe como una situación caracterizada por despidos, procesos de reestructuración e incumplimientos en el pago de dividendos. Para Whitaker (1999), el término se refiere al estado en el que los flujos de efectivo resultan insuficientes para cubrir los vencimientos de la deuda. Por su parte, Hofer (1980) lo define como la existencia de ingresos netos negativos antes de considerar partidas extraordinarias.

La identificación temprana de una situación de *distress* financiero es crucial para mitigar su impacto y permitir una adecuada gestión del riesgo empresarial. En este contexto, diversas metodologías han sido desarrolladas para predecir el riesgo de esta situación, sin embargo, el primer modelo que alcanzó reconocimiento por su precisión y eficacia fue el Altman Z-Score, creado en 1968 por el destacado economista y académico estadounidense Edward I. Altman. Este modelo se fundamentó en un análisis discriminante aplicado a una muestra de 66 empresas, divididas equitativamente entre aquellas que habían experimentado la quiebra y las que continuaban operativas. A partir de este estudio, se definieron cuatro indicadores financieros esenciales que evaluaban aspectos clave como la liquidez, la rentabilidad, el apalancamiento y la solvencia, estableciendo así un sistema innovador para medir la estabilidad financiera y la probabilidad de insolvencia. Con el tiempo, el modelo Z-Score original, fue objeto de modificaciones para adaptarse a distintos sectores. Entre estas adaptaciones destaca el Z-Score 1, diseñado específicamente para el análisis de empresas del sector manufacturero, y el Z-Score 2, que amplió su aplicabilidad a compañías de diversos sectores, fortaleciendo su utilidad como herramienta financiera versátil (Urcelay, Escobal et al., 2023).

En 1978, siguiendo un enfoque similar al de Altman, Gordon L.V. Springate desarrolló otro modelo de predicción basado en el análisis discriminante múltiple. Este sistema seleccionó cuatro indicadores clave mediante un riguroso método de clasificación y optimización, contribuyendo al avance en la evaluación de riesgos financieros.

Posteriormente, en 1980, John G. Fulmer introdujo un modelo más complejo, compuesto por una ecuación que integraba nueve ratios financieras. Este enfoque destacó por su capacidad para capturar de manera más detallada múltiples dimensiones de la salud financiera empresarial, convirtiéndose en otra herramienta valiosa dentro del campo de la predicción de insolvencia (Urcelay, Escobal et al., 2023).

### **2.1.2. CAUSAS DE *FINANCIAL DISTRESS***

Las dificultades financieras en las empresas pueden tener su origen tanto en factores internos derivados de una gestión ineficiente como en factores externos, ajenos al control de la organización.

Históricamente, se ha considerado que la gestión deficiente constituye la principal causa de *financial distress* ya que, la toma de decisiones errática, la gobernanza inadecuada y la falta de control sobre las relaciones comerciales pueden comprometer gravemente la estabilidad financiera de la compañía afectando tanto a su viabilidad como a su competitividad en el mercado (Khanna & Poulsen, 1995). Entre los errores más comunes destacan la incapacidad para retener clientes estratégicos, lo que debilita la generación de ingresos recurrentes, y la negociación de contratos en condiciones desfavorables, que impacta directamente en la rentabilidad. A esto se suma la ausencia de controles internos efectivos, que no solo incrementa la probabilidad de errores contables y fraudes, sino que también puede derivar en sanciones regulatorias, afectando la credibilidad y la confianza de los inversores. Además, en muchas ocasiones, estos errores de gestión se agravan cuando la empresa opera bajo presupuestos optimistas que no reflejan su realidad operativa priorizando la rentabilidad a corto plazo en detrimento de la liquidez o adoptando prácticas contables agresivas que ocultan su verdadero estado financiero (Office, 2023).

Sin embargo, las dificultades económicas no siempre tienen su origen en deficiencias administrativas, sino que en muchos casos responden a factores externos que escapan al control de la dirección y afectan a la estabilidad del mercado. Desastres naturales, pandemias y conflictos geopolíticos que pueden generar alteraciones significativas en el entorno económico, provocando incertidumbre en los mercados, restricciones comerciales que limitan el acceso a bienes y servicios esenciales o interrupciones en las cadenas de suministro lo que impacta en la operatividad de las empresas y compromete su estabilidad financiera.

### **2.1.3. IMPACTO DEL *FINANCIAL DISTRESS* EN LA COMPAÑÍA**

Si la situación de *financial distress* se prolonga sin una resolución efectiva, el desenlace más probable es la quiebra o la liquidación forzosa de la empresa (Platt, 2006). Evitar este resultado es fundamental ya que, conlleva efectos negativos para todas las partes interesadas, incluyendo empresarios, socios, empleados, acreedores y proveedores. Para garantizar la continuidad y viabilidad de las organizaciones en estas circunstancias, es necesario implementar estrategias de recuperación, conocidas como *turnaround strategies*, entre las cuales destaca la reestructuración (John et al., 1992).

Además, en muchos casos, revertir el *financial distress* mediante estas medidas resulta más interesante en términos económicos que enfrentar una quiebra. Mientras que los costes asociados a la liquidación pueden oscilar entre el 6,6% y el 9,8% de los activos de la empresa (Altman, 1984), los gastos derivados del asesoramiento necesario para llevar a cabo la reestructuración representan únicamente el 0,32% de los activos (Gilson, John, & Lang, 1990).

## **2.2. REESTRUCTURACIÓN**

La reestructuración corporativa es el proceso mediante el cual las empresas renegocian o reescriben los contratos financieros (formales o informales) que han suscrito con sus principales partes interesadas, entre las que se encuentran acreedores, proveedores y clientes. En la práctica, las reestructuraciones además de ajustar o renegociar las obligaciones financieras de la empresa, pueden consistir en optimizar los costes operativos, reorganizar su cartera de negocios a través de la compra o venta de activos, o modificar la composición de su estructura accionarial (Gilson S. , 2012).

Aunque la implementación de una reestructuración es fundamental para revertir una situación de *financial distress* o evitar su agravamiento, los administradores no siempre perciben con claridad la necesidad de adoptar esta medida estratégica (Sudarsanam & Lai, 2001). Esta incertidumbre, combinada con la reticencia al cambio y la tendencia a postergar decisiones críticas, puede llevar al rechazo de iniciativas de reestructuración, prolongando la crisis y agravando aún más la situación de la compañía (Levy, 1986).

Las estrategias de reestructuración que implementan las empresas pueden agruparse en cuatro categorías principales: reestructuración operativa, reestructuración gerencial,

reestructuración estratégica y reestructuración financiera (Sudarsanam & Lai, 2001). Ahora bien, ¿es posible revertir la situación aplicando únicamente una de ellas? La respuesta es negativa. Para que una reestructuración sea efectiva y reporte resultados sostenibles, es imprescindible combinar simultáneamente al menos tres tipos de reestructuración (Koh, Durand, et al., 2015): la reestructuración operativa, la reestructuración estratégica y la reestructuración financiera.

### **2.2.1. REESTRUCTURACIÓN OPERATIVA**

Las reestructuraciones operativas consisten en la adopción de medidas destinadas a generar liquidez y mejorar la eficiencia operativa en el corto plazo, con el fin de restablecer la rentabilidad de la empresa. Para lograr este objetivo, las organizaciones suelen recurrir a la enajenación de activos no corrientes, como terrenos e instalaciones. Adicionalmente, se lleva a cabo la disposición de activos corrientes excedentes, como inventarios, lo que permite liberar recursos y maximizar resultados fortaleciendo su posición financiera inmediata (Sudarsanam & Lai, 2001).

Según Coucke, Pennings y Sleuwaegen (2007) una de las acciones más relevantes dentro del ámbito de la reestructuración operativa es la reducción de la plantilla laboral. Esta estrategia posibilita a las organizaciones disminuir de manera considerable los costes, especialmente aquellos relacionados con remuneraciones y otros desembolsos asociados al personal. No obstante, como señalan Datta, et al. (2010), aunque esta medida genera beneficios económicos inmediatos, sus efectos deben ser evaluados cuidadosamente, ya que pueden conllevar consecuencias adversas para la organización. Entre las principales repercusiones negativas, se encuentran, la disminución de la moral de los trabajadores que permanecen en la empresa, la pérdida de conocimiento y talento clave, y un impacto negativo en el desempeño global de la organización. Estas consecuencias no solo afectan la productividad a corto plazo, sino que también pueden derivar en problemas estructurales que dificulten la recuperación a largo plazo.

Este tipo de reestructuración suele constituir una acción inicial indispensable en escenarios de *financial distress*, ya que, en estas situaciones, la prioridad inmediata de la empresa debe centrarse en garantizar su viabilidad a corto plazo. En este contexto, cualquier planificación estratégica de largo alcance pierde relevancia frente a la necesidad urgente de estabilizar las operaciones y generar flujo de caja (Hofer, 1980). Sin embargo,

esta orientación hacia resultados inmediatos puede limitar el impacto de las medidas adoptadas, ya que no resuelven los problemas subyacentes o estructurales. Por ello, para lograr una recuperación sostenible, es fundamental que estas estrategias se complementen con una reestructuración estratégica y financiera que permitan afrontar de manera integral las causas del *distress* y restablecer el equilibrio económico (Sudarsanam & Lai, 2001).

### **2.2.2. REESTRUCTURACIÓN GERENCIAL**

La reestructuración gerencial se configura como una estrategia integral orientada a reconfigurar el desempeño organizacional mediante cambios significativos en la estructura y composición del equipo directivo (Sudarsanam & Lai, 2001). Su propósito no se limita únicamente a la sustitución de los gestores anteriores, sino que busca instaurar un liderazgo sólido, capaz de afrontar los desafíos derivados de decisiones previas y guiar a la organización hacia una recuperación financiera sostenible, cimentada en una visión estratégica renovada y adaptada a un entorno dinámico y competitivo (Mueller & Barker, 1997).

Además, la reestructuración gerencial genera un impacto que va más allá del ámbito interno de la empresa. Pfeffer y Salancik (1981) señalan que la incorporación de directores externos en la junta directiva no solo permite una supervisión más rigurosa sobre la gestión empresarial, sino que también aporta recursos, conocimientos especializados y perspectivas independientes que enriquecen el proceso de toma de decisiones estratégicas. Al mismo tiempo, estos cambios refuerzan la legitimidad de la organización frente a sus diferentes grupos de interés, como inversores y acreedores, quienes perciben estas transformaciones como un compromiso tangible con la transparencia, la responsabilidad y una gobernanza efectiva, fortaleciendo así la confianza en la dirección futura de la empresa (Gilson, 1989).

Identificadas las posibles ventajas de la renovación del equipo directivo, es importante señalar que esta medida también puede generar efectos contraproducentes en el proceso de recuperación de la empresa. En ocasiones, los nuevos líderes pueden ser percibidos como responsables de problemas estructurales y sistémicos que van más allá de su ámbito de control, lo que puede generar una presión excesiva que dificulte la implementación de

decisiones estratégicas fundamentales. Asimismo, asumir el liderazgo en un entorno crítico a menudo implica enfrentar resistencias internas y dinámicas organizacionales adversas, lo que puede complicar significativamente su labor y limitar la eficacia de las estrategias propuestas (Khanna & Poulsen, 1995). En esta línea, Whetten (1980) también destaca que esta interrupción en la continuidad del liderazgo puede dificultar la ejecución de estrategias a largo plazo, especialmente si los nuevos gestores no cuentan con un conocimiento profundo sobre las particularidades operativas y los desafíos específicos que enfrenta la organización.

### **2.2.3. REESTRUCTURACIÓN ESTRATÉGICA**

La reestructuración estratégica es un mecanismo clave en los procesos de recuperación empresarial, ya que permite redirigir las actividades del negocio hacia aquellas áreas que aseguren su sostenibilidad y competitividad a largo plazo. Bowman (2013) defiende que esta estrategia se fundamenta en la concentración de la empresa en sus líneas de productos más consolidadas, en segmentos de clientes leales con menor sensibilidad al precio, y en aquellas áreas donde posee ventajas competitivas diferenciadas. De este modo, la empresa puede minimizar la volatilidad de los ingresos y mejorar sus márgenes operativos.

Sin embargo, la reestructuración estratégica no se limita a una simple concentración en el negocio principal, sino que también exige la desinversión en actividades no esenciales que no contribuyan al fortalecimiento de la empresa. Lai (2001) enfatiza la importancia de este proceso de selección, el cual puede conllevar la racionalización, cierre o venta de unidades de negocio, productos o activos que no se alinean con la estrategia corporativa. En esta línea, O'Neill (1986) añade que, además de la reorientación de actividades, será necesaria una reasignación eficiente de los recursos financieros, operativos y de marketing que permita fortalecer las áreas con mayor potencial de crecimiento y generación de valor, garantizando la viabilidad futura de la empresa.

### **2.2.4. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA**

La reestructuración financiera es una herramienta fundamental en escenarios de *financial distress* y se define como el proceso mediante el cual se reorganiza la estructura de capital y la deuda de una organización para garantizar su sostenibilidad económica y operativa en el largo plazo (Sudarsanam & Lai, 2001). Esta medida resulta particularmente

pertinente cuando la raíz del problema no reside en la eficiencia económica de la empresa, sino en un endeudamiento desproporcionado y en desequilibrios temporales entre los plazos de cobro y las obligaciones de pago (Urcelay, Escobal et al., 2023).

Antes de continuar es importante realizar una distinción clara entre el concepto de reestructuración financiera y refinanciación, ya que, aunque ambos conceptos pueden parecer similares, responden a necesidades distintas dentro de la gestión financiera empresarial. La refinanciación consiste en la cancelación de una deuda existente mediante la contratación de una nueva con condiciones más favorables, como una tasa de interés inferior o un plazo de pago más amplio, esto implica que no tiene como finalidad asegurar la viabilidad de una empresa sino optimizar las condiciones de su endeudamiento por lo tanto no es necesario que se produzca en una situación de crisis. En cambio, la reestructuración financiera se aplica principalmente cuando la empresa enfrenta dificultades para cumplir con sus compromisos y requiere renegociar los términos de la deuda sin cancelarla, lo que puede implicar ajustes en los plazos de pago o en el calendario de amortización (Urcelay et al., 2023).

Dentro de las estrategias de reestructuración financiera existen dos enfoques diferenciados: el primero centrado en el capital propio y el segundo, enfocado en la deuda (Palacín-Sánchez et al., 2023). En este segundo enfoque, las reestructuraciones financieras tienen como eje principal la renegociación de las obligaciones existentes con los acreedores. Éste, es un proceso estratégico y complejo que consiste en modificar los términos originales de los acuerdos crediticios para aliviar la presión financiera a la que se enfrenta la organización, incluyendo ajustes como la extensión de los calendarios de pago, la conversión de deuda a tasas de interés variables o fijas o incluso la quita de deuda. Conviene señalar que la renegociación, no es un proceso homogéneo, ya que está profundamente influenciada por factores estructurales como el tipo de deuda involucrada, el poder relativo de negociación entre accionistas y acreedores, y el marco regulatorio vigente (Sudarsanam & Lai, 2001).

En cuanto al tipo de deuda, las características específicas de las obligaciones financieras juegan un papel determinante en el enfoque de la renegociación. Las deudas privadas, como los préstamos bancarios, ofrecen una mayor capacidad de adaptación en los procesos de renegociación debido a la concentración de acreedores. Al estar en manos de un número reducido de prestamistas, generalmente instituciones financieras, la toma de

decisiones es más ágil y eficiente, ya que se reduce la necesidad de coordinar múltiples intereses divergentes. Esta menor fragmentación disminuye la probabilidad de desacuerdos entre los acreedores, facilitando la alineación de objetivos y evitando bloqueos en las negociaciones. Además, la existencia de relaciones más estrechas entre prestamista y prestatario favorece un mayor grado de flexibilidad en la redefinición de los términos financieros. Por el contrario, las deudas públicas, como los bonos corporativos, presentan mayores desafíos en los procesos de renegociación debido a la dispersión de acreedores. A diferencia de los préstamos bancarios, los bonos corporativos son instrumentos de deuda emitidos por empresas en los mercados de capitales, donde los inversores adquieren títulos que representan una obligación de pago por parte del emisor. Esta estructura implica que los acreedores están distribuidos entre un amplio y heterogéneo conjunto de tenedores, lo que dificulta la coordinación y genera intereses potencialmente divergentes entre los inversores (Silaghi, 2018).

Dada la complejidad que supone la renegociación de la deuda, ya sea en el marco de acuerdos privados con entidades financieras o mediante procesos más estructurados en el caso de bonos corporativos, resulta imprescindible evaluar hasta qué punto la empresa puede sostener su endeudamiento sin comprometer su viabilidad futura. En este sentido, uno de los aspectos esenciales dentro de cualquier proceso de reestructuración es la determinación del nivel óptimo de deuda que la compañía puede asumir, lo que introduce el concepto de deuda sostenible.

Sin embargo, las empresas no cuentan una fórmula universal para establecer cuál debe ser el importe de deuda que permanezca en la empresa tras una reestructuración financiera. Esto se debe a que el nivel de endeudamiento sostenible varía en función de múltiples factores, incluyendo la naturaleza del sector en el que opera la empresa, su modelo de negocio, su capacidad de generar ingresos recurrentes y las condiciones macroeconómicas del entorno. Incluso dentro de un mismo sector, el umbral a partir del cual la deuda se vuelve insostenible puede diferir significativamente entre empresas y evolucionar con el tiempo en función de la dinámica sectorial y las expectativas de crecimiento o contracción del negocio (Bosque, 2020). Por lo tanto, la viabilidad de la empresa dependerá no solo de la reestructuración en sí, sino también de la capacidad de ajustar su estructura de capital a una realidad operativa que le permita mantener una

generación de caja suficiente para hacer frente a sus compromisos financieros sin comprometer su competitividad ni su crecimiento.

El marco regulatorio también desempeña un papel fundamental en la determinación de las opciones y resultados de la renegociación. En aquellas jurisdicciones donde legislación concursal otorgue mayor protección a los acreedores, estos suelen tener una posición de negociación más sólida, lo que puede traducirse en condiciones menos favorables para los accionistas. Por el contrario, en sistemas donde la normativa de insolvencia está diseñada para preservar los activos de la empresa y facilitar su recuperación, las renegociaciones tienden adoptar un enfoque más colaborativo en el sentido de que busca minimizar las pérdidas para ambas partes (Pawlina, 2010).

Cabe destacar que la renegociación de la deuda está sujeta a diversos costes y restricciones. Entre los costes directos se encuentran los honorarios legales, los gastos administrativos y los costes de transacción asociados al proceso. En el ámbito indirecto, la renegociación puede impactar negativamente en la reputación de la empresa en los mercados, dificultando su acceso a financiación futura. Adicionalmente, los conflictos de interés entre accionistas y acreedores, exacerbados por factores como el grado de apalancamiento o las condiciones macroeconómicas adversas, pueden complicar las negociaciones y prolongar el proceso (Lou & Smith, 2006).

Es conveniente tener en cuenta que las empresas también recurren a estrategias de reestructuración financiera orientadas al capital, entre las cuales destaca la capitalización de deuda o *debt-to-equity conversion*.

De acuerdo con Seki (2002) el concepto de *debt to equity conversion* es un instrumento financiero mediante el cual una empresa que, se encuentra en una situación de endeudamiento o que está atravesando dificultades financieras convierte su deuda en capital. A través de este mecanismo, los acreedores transforman sus créditos en participaciones dentro de la empresa, lo que les confiere una posición accionarial proporcional al valor de su financiación. Este cambio redefine su papel dentro de la estructura corporativa, al pasar de meros prestamistas a inversores con derechos sobre la compañía, incluyendo la posibilidad de influir en su dirección estratégica y participar en la distribución de beneficios conforme a su nueva condición de accionistas.

Esta estrategia también constituye una herramienta clave dentro de los procesos de reestructuración por las numerosas ventajas que puede ofrecer. En primer lugar, permite el desapalancamiento de la compañía, lo que posibilita a la dirección centrar sus esfuerzos en la operativa del negocio en lugar de en la gestión de tensiones de liquidez o en negociaciones constantes con acreedores. Asimismo, la reducción del nivel de deuda incrementa la flexibilidad operativa, ya que una parte de los recursos generados puede ser reinvertida en el desarrollo de la compañía, en áreas como innovación, expansión comercial o adquisición de activos estratégicos. Desde una perspectiva reputacional, esta medida también contribuye a fortalecer la confianza de empleados, clientes y proveedores, quienes, ante una estructura financiera más sólida, perciben menores riesgos operativos. Asimismo, las entidades financieras que participan en la reestructuración pueden beneficiarse del crecimiento del valor de sus participaciones en la compañía, lo que en el largo plazo puede resultar en una recuperación superior al importe de la deuda original. Finalmente, al transformar préstamos de difícil cobro en activos más líquidos y valiosos, los prestamistas mejoran su posición financiera, facilitando futuras desinversiones o el acceso a nuevos mercados de financiación (Bosque, 2020).

En lo que respecta al proceso de una reestructuración financiera, éste se inicia con un análisis riguroso de la situación económica y operativa de la empresa, evaluando sus estados financieros y la gestión del flujo de caja con el objetivo de identificar las causas del deterioro económico y las fuentes de generación y consumo de liquidez. Sobre la base de este diagnóstico, se elabora un Plan de Negocio que contemple proyecciones financieras realistas y estrategias concretas orientadas a la optimización de la rentabilidad y la sostenibilidad a largo plazo, lo que puede incluir la implementación de mejoras operativas, la reducción de costes y, en determinados casos, la redefinición del modelo de negocio. A partir de dicho plan, se diseña una estrategia financiera que permita evaluar la capacidad de la empresa para atender sus compromisos y establecer alternativas viables de negociación con los acreedores, tales como la extensión de plazos, la aplicación de quitas, la concesión de periodos de carencia o, si resulta necesario, la obtención de financiación adicional. En paralelo, se examina la posibilidad de ofrecer garantías o contrapartidas que faciliten la adhesión de los acreedores al proceso, incrementando así la viabilidad de la reestructuración. Como instrumento clave en esta etapa, se elabora un Memorando que expone de manera detallada la situación financiera de la empresa, las dificultades a las que se enfrenta y las medidas correctivas propuestas, lo que servirá como

base para la fase final del proceso: la presentación del plan a los acreedores y la negociación de los términos del acuerdo. En este punto, resulta esencial la capacidad de la empresa para transmitir credibilidad y generar confianza en la viabilidad de la reestructuración, de modo que se alcancen consensos que permitan garantizar la continuidad operativa y el cumplimiento de las obligaciones financieras bajo parámetros sostenibles (Norgestion, s.f.).

### **2.3. RATIOS FINANCIERAS**

El análisis de las ratios financieras constituye un pilar fundamental en la evaluación de la situación económica de la empresa, ya que permite interpretar la información contenida en los estados financieros de manera clara y comparativa. A través de estos indicadores, se pueden identificar diferentes aspectos clave del desempeño financiero, facilitando el estudio de tendencias y el seguimiento de la evolución de la empresa a lo largo del tiempo. Además, su análisis proporciona una base cuantitativa para la toma de decisiones, permitiendo detectar fortalezas y debilidades en la gestión financiera. Su carácter estandarizado, también permite realizar comparaciones con otras compañías del sector, proporcionando una visión objetiva que respalde la planificación y gestión estratégica (Goel, 2015).

En el contexto de las reestructuraciones las ratios financieras desempeñan un papel clave en cada etapa del proceso. En la fase inicial, las ratios de liquidez y solvencia ayudan a medir la capacidad de la empresa para afrontar sus obligaciones y determinar la necesidad de reestructuración. Durante la implementación, las ratios de eficiencia operativa permiten monitorear mejoras en la gestión de recursos y optimización de costes. Finalmente, las ratios de rentabilidad son clave para evaluar la recuperación financiera y la viabilidad del negocio tras la reestructuración.

Las ratios financieras se clasifican según el objetivo del análisis que se pretenda llevar a cabo. En general, el estudio de estos indicadores se enfoca en cuatro áreas clave, cada una de las cuales proporciona información esencial sobre distintos aspectos del desempeño financiero de una empresa (Flores et al., 2009).

**Tabla 1: Tipos de ratios financieras**

Ratios de Rentabilidad	Analizan la capacidad de una empresa para convertir sus ingresos en beneficios, asegurando la sostenibilidad del negocio. Su análisis ofrece información clave sobre la generación de valor, facilitando la evaluación del desempeño financiero.
Ratios de Liquidez	Estudian la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones a corto plazo proporcionando una primera aproximación sobre su estabilidad financiera y su capacidad para operar sin incurrir en tensiones de tesorería.
Ratios de Solvencia	Evalúan la capacidad de la empresa para atender sus obligaciones financieras a largo plazo, determinando el equilibrio entre el pasivo y los fondos propios. Su análisis permite estimar la viabilidad financiera de la compañía, identificando posibles riesgos de insolvencia.
Ratios de Eficiencia operativa	Examinan la eficiencia con la que la empresa gestiona y aprovecha sus activos para maximizar la generación de ingresos, al mismo tiempo que optimiza el control y la gestión de sus costes operativos.

Fuente: (Flores et al., 2009).

### **3. CAPÍTULO III. SECTOR CERÁMICO**

---

#### **3.1. PERSPECTIVA GENERAL**

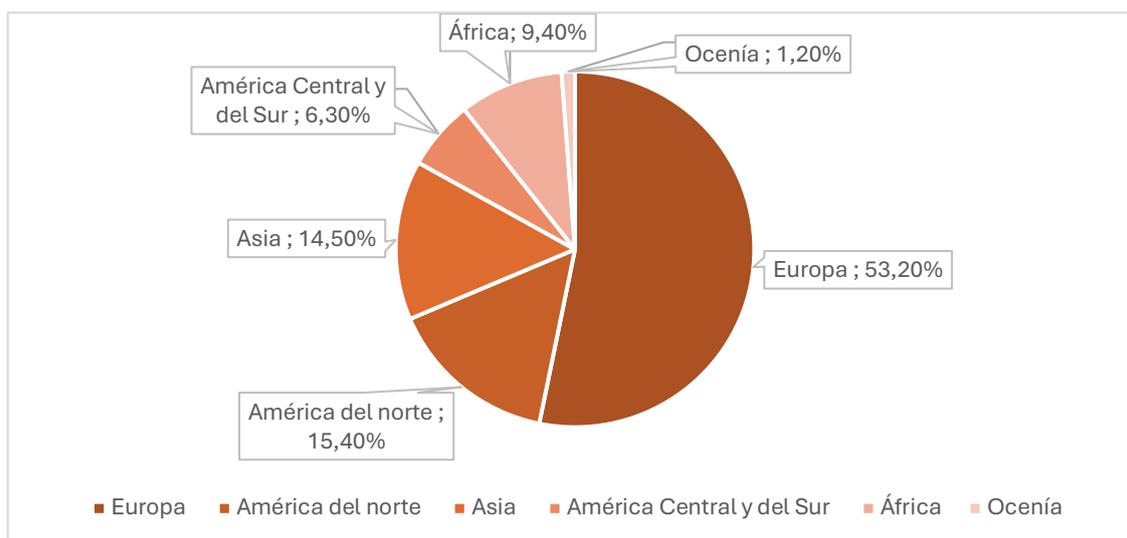
El sector español de fabricación de azulejos y pavimentos cerámicos constituye un pilar fundamental dentro del tejido productivo nacional, aportando el 3% del PIB industrial y desempeñando un papel estratégico en la economía de la Comunidad Valenciana, donde representa el 22,2% del PIB industrial. Su actividad se encuentra altamente concentrada en la provincia de Castellón, especialmente en un área delimitada por las localidades de Alcora, Borriol, Onda, Nules y Castellón de la Plana. Esta región alberga aproximadamente el 80% de las empresas del sector y es responsable del 94% de la producción cerámica a nivel nacional, consolidándose como el principal núcleo de la industria en España (ASCER, s.f.). Se trata de una localización estratégica ya que proporciona acceso privilegiado a puertos, infraestructura clave para la importación de materias primas y exportación de productos terminados, así como a un ecosistema industrial, el cual comprende empresas de servicios complementarios.

El sector está compuesto por 109 empresas, que constituyen el eje central del clúster cerámico, el cual se estructura en torno a dos industrias complementarias: la industria relacionada con la producción de esmaltes, fritas y pigmentos, vinculada estrechamente con el sector químico, y la industria relacionada con la fabricación de equipos mecánicos, especializada en el desarrollo de tecnología y maquinaria para el procesamiento cerámico. Esta integración productiva permite una elevada eficiencia operativa y una optimización de los procesos de fabricación, contribuyendo a la competitividad global de la industria (Garrigós, 2014).

Este sector se caracteriza por su alto grado de especialización y una constante apuesta por la innovación, factores que han impulsado su liderazgo en Europa y le han permitido posicionarse entre los principales exportadores a nivel global. En la actualidad, la industria de fabricación de azulejos y pavimentos cerámicos mantiene una marcada orientación internacional, con aproximadamente el 75% de sus ventas dirigidas a mercados exteriores, lo que lo convierte en un sector con superávit comercial y en uno de los pilares del comercio exterior español (ASCER, s.f.).

En lo que respecta a la distribución geográfica de las exportaciones, Europa sigue siendo el principal mercado, concentrando el 53,2% del comercio exterior, con una presencia significativa en los países miembros de la Unión siendo Francia y Alemania los principales destinos. Fuera del bloque comunitario, Reino Unido continúa desempeñando un papel estratégico como uno de los mayores importadores de cerámica española. Más allá del continente europeo, América del Norte, con una participación del 15,4%, se posiciona como el segundo destino más relevante, con Estados Unidos consolidándose como el mayor mercado individual. Asia, que representa el 14,5%, ha ganado protagonismo como destino clave, especialmente en las regiones de Oriente Medio y el sudeste asiático. Por su parte, África capta el 9,4% de las exportaciones, con un crecimiento sostenido en países como Marruecos. América del Sur y América Central, que en conjunto representan el 6,3% de las exportaciones, han mostrado una evolución positiva, con mercados como México, Brasil y Chile aumentando su demanda gracias a la calidad y diversidad de la oferta española. Finalmente, Oceanía, con un 1,2%, sigue siendo un mercado emergente, donde Australia y Nueva Zelanda han incrementado progresivamente su consumo de productos cerámicos. A continuación, se presenta el desglose de las exportaciones según sus principales destinos (ASCER, 2023):

**Figura 1: Exportaciones por áreas geográficas del sector cerámico español**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Ceramic World Review 2024.

### 3.2. EVOLUCIÓN DEL SECTOR CERÁMICO

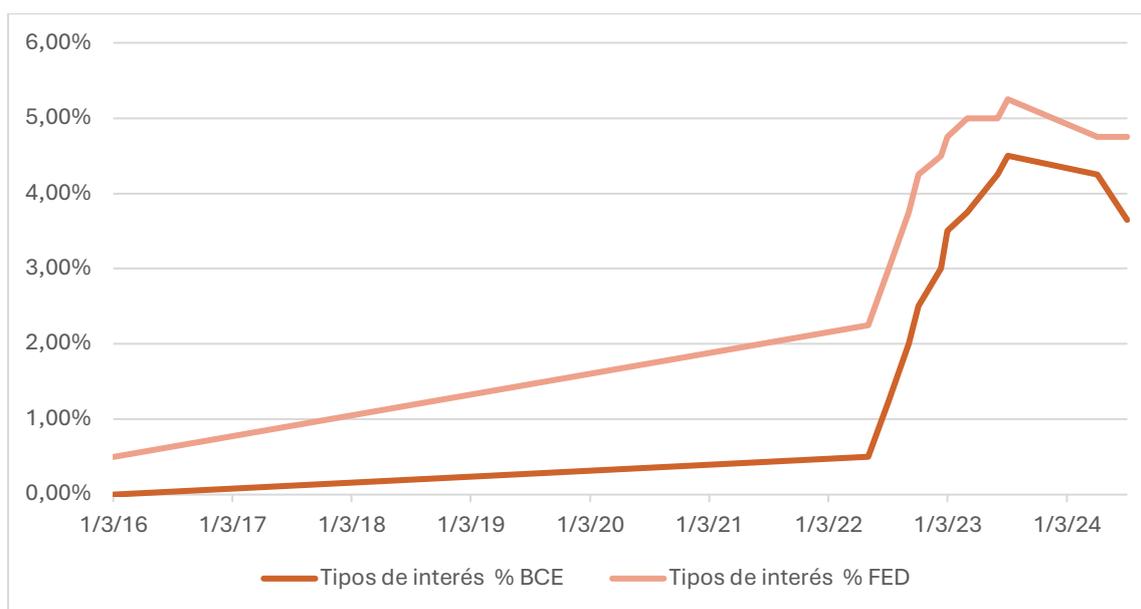
En los últimos años, la industria cerámica española ha experimentado un notable retroceso en su nivel de producción, registrando una contracción del 32,9% entre 2021 y 2023. Este

descenso ha situado la producción total en 394 millones de metros cuadrados, evidenciando la profunda crisis que atraviesa el sector (Baraldi, 2024).

Este deterioro de la producción responde a diversos factores que han confluído en un entorno macroeconómico adverso.

En primer lugar, el incremento sostenido de los tipos de interés en la zona euro y Estados Unidos (véase figura 2), impulsado por las fuertes presiones inflacionistas, ha generado un entorno financiero restrictivo con efectos directos sobre la actividad industrial y la inversión. La política monetaria implementada por el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, orientada a frenar el alza de los precios mediante el encarecimiento del crédito, ha limitado significativamente el acceso a financiación tanto para empresas como para consumidores. Esta restricción ha reducido la liquidez en el sistema dificultando la obtención de capital y endureciendo las condiciones de financiación (Baraldi, 2024).

**Figura 2: Evolución de los tipos de interés los últimos 10 años**



Fuente: Elaboración propia a partir de datosmacro.com

Este encarecimiento del crédito ha erosionado a su vez la capacidad de gasto de los hogares restringiendo el acceso a financiación para la adquisición de viviendas y la ejecución de proyectos de rehabilitación y reforma. Paralelamente, la volatilidad en los costes financieros ha inducido un clima de incertidumbre que ha llevado a promotores y desarrolladores a postergar o cancelar inversiones. Como consecuencia, la demanda

global de baldosas cerámicas ha experimentado una contracción del 19%, revirtiendo el crecimiento registrado en 2021 durante la fase de recuperación postpandemia.

Este descenso en la demanda se ha reflejado en la reducción de las importaciones en mercados estratégicos para la industria cerámica española, como Francia y Alemania, donde el endurecimiento del crédito ha limitado la concesión de hipotecas y restringido la financiación para nuevos desarrollos inmobiliarios. Esta situación ha ralentizado significativamente la actividad en el sector de la construcción, reduciendo la inversión en proyectos residenciales y comerciales y, en consecuencia, debilitando la demanda de materiales cerámicos en estos mercados (Mestre, 2023).

En segundo lugar, la crisis energética ha representado un desafío estructural para la industria cerámica, derivada de la insuficiencia de recursos energéticos y agravada por la invasión de Ucrania en 2022. En 2021, la combinación de una recuperación económica acelerada tras la pandemia del Covid-19 con unas condiciones climáticas más extremas, provocó un aumento sin precedentes en la demanda mundial de electricidad, con un incremento del 6%. Este crecimiento representó el mayor aumento anual en términos absolutos y el más pronunciado desde la recuperación posterior a la crisis financiera de 2010 superando la capacidad de las fuentes de suministro de electricidad para satisfacer esta demanda (International Energy Agency, 2022).

La presión sobre la oferta energética afectó especialmente a los combustibles fósiles, como el gas natural y el carbón, cuya disponibilidad se vio restringida en un contexto de demanda en constante expansión. Esta situación se agravó con el estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania, lo que generó una mayor inestabilidad en los mercados energéticos, particularmente en Europa, donde la elevada dependencia de suministros externos expuso a la región a una crisis sin precedentes. Hasta el inicio de la guerra, Rusia era el principal proveedor de productos energéticos para la Unión Europea, abasteciendo el 32,6% de productos energéticos y siendo el principal proveedor de petróleo, derivados del petróleo, gas natural en estado gaseoso y carbón (Balteanu & Viani, 2023). Como respuesta a la agresión bélica, Europa adoptó medidas dirigidas a reducir su dependencia del suministro energético ruso, implementando sanciones y limitando progresivamente la compra de estos recursos (Consejo de la Unión Europea, 2025). La imposición de restricciones comerciales y la interrupción del flujo de gas a través de los gasoductos rusos generaron

una disrupción en el suministro energético, lo que derivó en una escalada de los precios de los recursos energéticos, concretamente el precio del gas natural se encareció un 150% en el año 2022.

Ante la necesidad de sustituir el gas ruso, los países europeos diversificaron sus fuentes de aprovisionamiento, aumentando la importación de gas natural licuado (GNL) procedente de Estados Unidos, el norte de África y otros mercados alternativos. A diferencia del gas natural en estado gaseoso, que se transporta a través de gasoductos con contratos a largo plazo, el GNL es una *commodity* cuyo precio está determinado por las fluctuaciones del mercado internacional y sujeto a una mayor volatilidad. Su modelo de aprovisionamiento implica costes adicionales derivados del proceso de licuefacción, transporte y regasificación, lo que incrementa su precio final y reduce la estabilidad en los costes energéticos de los sectores industriales altamente dependientes del gas, como el cerámico (Feás & Tapia, 2025).

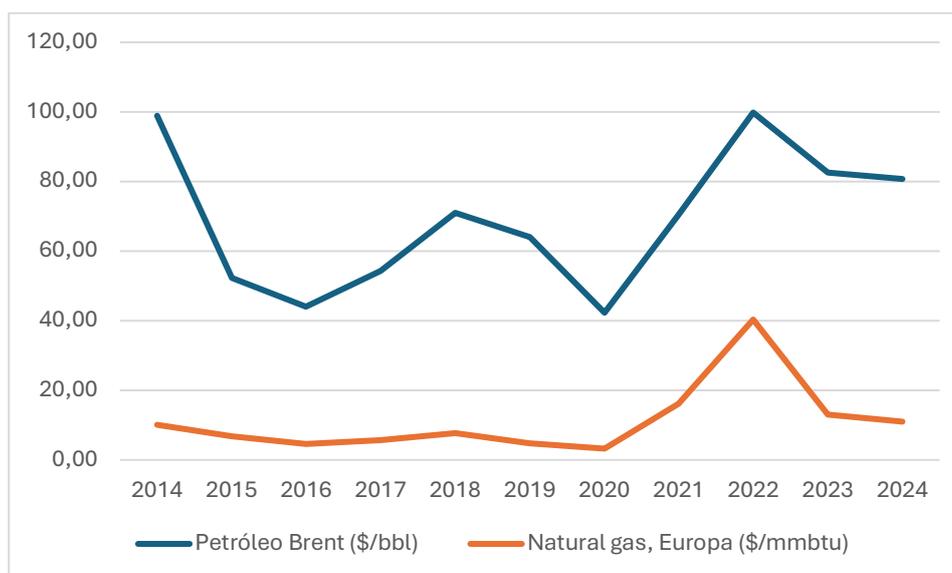
Por otro lado, la guerra en Ucrania ha provocado una escasez de materias primas esenciales para la producción de baldosas cerámicas, afectando significativamente la disponibilidad y el coste de estos insumos. Entre los materiales fundamentales para la fabricación de baldosas destaca la arcilla, cuya calidad y características la convierten en un componente clave en el proceso productivo.

Ucrania ha sido históricamente el principal proveedor de arcilla para la industria cerámica española, representando el 70% del total utilizado en la fabricación de baldosas. Sin embargo, el conflicto bélico ha interrumpido el suministro desde este país, lo que ha provocado una caída del 55% en las importaciones de arcilla hacia España entre enero y agosto de 2022 en comparación con el mismo periodo del año anterior. Ante esta situación, el sector ha tenido que diversificar sus fuentes de aprovisionamiento, incrementando significativamente las importaciones desde Marruecos (+235%), Rumanía (+170%) y Portugal (+33%), además de establecer nuevas rutas de suministro en países como India, Malasia y Polonia (PwC, 2024).

Este reajuste en la cadena de suministro ha derivado en un incremento del coste de las materias primas (véase figura 3) impulsado por la limitada oferta en los nuevos mercados y el encarecimiento del transporte. La menor disponibilidad de arcilla en los países

alternativos ha generado una mayor competencia por el material, tensionando los precios y reduciendo la capacidad de aprovisionamiento del sector cerámico español. A ello se suma el aumento en los costes logísticos, especialmente en los fletes marítimos, cuya subida en los precios ha sido consecuencia directa de la paralización de las operaciones portuarias en Ucrania, la destrucción de infraestructuras clave, y la subida del precio del petróleo (UNCTAD, 2022).

**Figura 3: Evolución precio del Petróleo Brent y Gas Natural**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial

El bloqueo del transporte en la región del Mar Negro ha limitado el acceso a rutas estratégicas, ralentizando la circulación de mercancías y encareciendo los envíos internacionales. La falta de disponibilidad de buques y la necesidad de redirigir el tráfico marítimo hacia corredores alternativos han generado retrasos en las entregas y han incrementado los costes operativos. Asimismo, el riesgo asociado a la inestabilidad geopolítica ha elevado significativamente las primas de los seguros de carga, lo que ha encarecido aún más las operaciones de importación (UNCTAD, 2022).

Estos factores han afectado significativamente a la industria cerámica española, cuyo posicionamiento en los mercados internacionales está intrínsecamente relacionado con la estabilidad en sus costes de producción. El encarecimiento de los recursos energéticos y las interrupciones en las cadenas de suministro han provocado un incremento sustancial en los gastos de explotación, reduciendo los márgenes de rentabilidad y trasladando inevitablemente estos sobrecostes al precio final de las baldosas cerámicas, lo que ha

afectado a la competitividad del sector en el ámbito internacional, donde enfrenta una creciente presión en un entorno global caracterizado por una demanda en retroceso y una competencia con estructuras de costes más competitivas y acceso a fuentes de energía más económicas.

### **3.3. COMPAÑÍA AZULEJERA, S.A.**

#### **3.3.1. BREVE DESCRIPCIÓN GENERAL**

Compañía azulejera, S.A. es una sociedad mercantil fundada en 1984, especializada en la fabricación de pavimentos y revestimientos cerámicos de alta calidad. Su trayectoria ha estado marcada por la innovación en diseños contemporáneos y la consolidación de una posición destacada en el mercado. La empresa cuenta con una ubicación estratégica en el interior de la provincia de Castellón, dentro del clúster cerámico, lo que le proporciona acceso privilegiado a una red industrial altamente especializada, optimizando tanto su cadena de suministro como su capacidad logística y operativa.

Desde 2020, la empresa ha tenido que afrontar un entorno macroeconómico excepcionalmente adverso condicionado por la crisis sanitaria derivada de la pandemia de COVID-19, la guerra en Ucrania, la contracción de la demanda y el incremento de la competencia extranjera. El impacto conjunto de estos factores ha deteriorado significativamente la estructura de costes y la capacidad de generación de ingresos de la compañía, poniendo en riesgo su sostenibilidad a largo plazo. En respuesta a esta situación, Compañía Azulejera, S.A. puso en marcha un plan de reestructuración con el objetivo de optimizar su estructura operativa y financiera, mejorar su eficiencia y garantizar su viabilidad futura en un entorno altamente competitivo y en constante transformación.

#### **3.3.2. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA**

El periodo de análisis abarca los ejercicios comprendidos entre 2019 y 2022, con el objetivo de evaluar el impacto de los distintos factores macroeconómicos en los resultados de la compañía antes de la implementación de las medidas de reestructuración. El efecto de estas iniciativas se refleja en los estados financieros del ejercicio 2023, por lo que queda fuera del alcance del presente estudio.

### 3.3.2.1. EVOLUCIÓN DE LA CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

La evolución de la cuenta de pérdidas y ganancias de la sociedad en el periodo 2019-2022 se muestra en la tabla número 2:

**Tabla 2: Evolución de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias 2019-2022**

Cuentas de Pérdidas y Ganancias	2022	%	2021	%	2020	%	2019	%
Ingresos de explotación	14.751.423	100,0%	13.846.892	100,0%	12.362.963	100,0%	14.938.454	100,0%
Importe neto Cifra de Ventas	14.345.146	97,2%	13.804.779	99,7%	12.343.645	99,8%	14.909.986	99,8%
Consumo de mercaderías y de materias	(4.097.052)	-27,8%	(4.942.905)	-35,7%	(5.252.825)	-42,5%	(6.044.619)	-40,5%
Resultado bruto	10.654.370	72,2%	8.903.988	64,3%	7.110.138	57,5%	8.893.835	59,5%
Otros gastos de explotación	(11.921.020)	-80,8%	(9.843.443)	-71,1%	(7.757.955)	-62,8%	(9.938.929)	-66,5%
Resultado Explotación	(1.266.650)	-8,6%	(939.455)	-6,8%	(647.816)	-5,2%	(1.045.094)	-7,0%
Ingresos financieros	50.472	0,3%	255.903	1,8%	9.046	0,1%	275.201	1,8%
Gastos financieros	(884.955)	-6,0%	(352.816)	-2,5%	(333.840)	-2,7%	(300.974)	-2,0%
Resultado financiero	(834.484)	-5,7%	(96.913)	-0,7%	(324.795)	-2,6%	(25.773)	-0,2%
Result. ordinarios antes Impuestos	(2.101.133)	-14,2%	(1.036.368)	-7,5%	(972.611)	-7,9%	(1.070.867)	-7,2%
Impuestos sobre sociedades	(564.664)	-3,8%	(336.773)	-2,4%	(333.538)	-2,7%	(393.228)	-2,6%
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(2.665.797)</b>	<b>-18,1%</b>	<b>(1.373.140)</b>	<b>-9,9%</b>	<b>(1.306.149)</b>	<b>-10,6%</b>	<b>(1.464.095)</b>	<b>-9,8%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A continuación, se analizan los aspectos relevantes de la evolución económica.

#### **Evolución de la Cifra de Negocios**

El mayor volumen de facturación se registró en el año 2019 siendo el importe neto de la cifra de negocios 14.909,99 miles de euros. En 2020, sin embargo, a causa de la paralización temporal de la actividad derivada de la pandemia de COVID-19, se produjo una contracción del 17%, situando la cifra de negocios en 12.343,64 miles de euros. A pesar de la magnitud del impacto, la compañía mitigó parcialmente la caída mediante un ajuste en la política de precios, estrategia que permitió compensar, en parte, la reducción del volumen de ventas y evitar una mayor erosión de sus ingresos operativos.

En el ejercicio 2021, con la progresiva reactivación económica y la normalización de los flujos comerciales, la compañía logró recuperar parte de la facturación perdida, registrando un incremento del 11,8%, hasta alcanzar los 13.804,77 miles de euros. Este repunte estuvo impulsado tanto por el aumento de las ventas en volumen como por la reorientación del catálogo hacia productos de mayor valor añadido.

En 2022, a pesar de la tensión en los mercados internacionales y la incertidumbre económica, se mantuvo la tendencia alcista, aunque de forma más moderada ya que, la facturación se elevó hasta 14.345,14 miles de euros, representando un avance del 3,9% con respecto al ejercicio anterior.

### **Coste de ventas y Resultado de explotación**

En el ejercicio 2019, la compañía operaba bajo unos parámetros de eficiencia que ya no eran aceptables teniendo en cuenta que, el coste de mercaderías y materias primas equivalía al 40,5% de la cifra de negocios, lo que proporcionaba un margen bruto del 59,5%, una proporción insuficiente suficiente para generar valor y al mismo tiempo absorber los costes fijos de la sociedad., siendo el resultado de explotación negativo (-7% de la cifra de negocios).

No obstante, en 2020, la interrupción de la actividad productiva elevó la incidencia del coste sobre las ventas hasta el 43% pues, los costes fijos no podían diluirse sobre el volumen de producción y se incrementaba el coste por unidad producida, aunque este empeoramiento se vio compensado con la reducción del resto de gastos de la explotación, lo que provocó una reducción aproximada del 50% de la pérdida en valor absoluto y del 40% en términos porcentuales respecto de la cifra de negocios.

En 2021, la apertura de los mercados, y consecuente impulso de la demanda, los costes de la compañía disminuyeron en términos absolutos, lo que redujo el coste de ventas hasta el 36% e incrementó el margen bruto hasta el 64% por lo que alcanzó un nivel superior al registrado en un contexto prepandémico, si bien el crecimiento del resto de gastos afectó negativamente al resultado de explotación, negativo, que empeoró en valor absoluto y porcentualmente respecto de la cifra de negocios.

Por último, en 2022 y a pesar del incremento de ventas y del margen bruto, que creció en términos absolutos, el aumento de los costes energéticos provocó que se incrementara el resultado negativo de explotación hasta 1.266 miles de euros (8,6% de la cifra de ingreso), siendo el peor resultado del periodo analizado.

En definitiva, la sociedad ya era deficitaria en sus operaciones en 2019, por lo que factores externos como el COVID o la subida del coste de la energía, han provocado a nivel sectorial pérdidas en periodos concretos, no han hecho sino empeorar su evolución económica en el periodo.

En este sentido, era una cuestión de necesidad la reestructuración operativa de las actividades para recuperar un nivel de rentabilidad suficiente y permitir la viabilidad a corto y largo plazo de la actividad.

### 3.3.2.2. EVOLUCIÓN DEL BALANCE DE SITUACIÓN

La evolución del balance de situación en el periodo analizado se observa en la tabla número 3:

**Tabla 3: Evolución del Balance de situación 2019-2022**

<b>Balance de situación</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/20</b>	<b>31/12/19</b>
<b>Inmovilizado</b>	<b>17.006.901</b>	<b>16.196.480</b>	<b>15.617.366</b>	<b>15.250.212</b>
Inmovilizado inmaterial	572.558	499.373	461.908	492.533
Inmovilizado material	10.764.335	10.590.718	10.403.325	10.340.239
Otros activos fijos	5.670.007	5.106.389	4.752.132	4.417.440
<b>Activo circulante</b>	<b>17.710.162</b>	<b>17.281.441</b>	<b>17.931.530</b>	<b>17.879.689</b>
Existencias	11.516.929	8.832.757	8.252.290	9.756.374
Deudores	2.414.311	3.130.799	2.543.225	2.809.546
Otros activos líquidos	3.778.921	5.317.884	7.136.015	5.313.769
Tesorería	122.659	1.029.087	3.080.436	1.310.302
<b>Fondos Propios</b>				
Capital suscrito	333.219	333.219	333.219	333.219
Otros fondos propios	17.881.674	19.570.164	20.619.867	21.845.741
<b>Pasivo fijo</b>	<b>2.684.430</b>	<b>3.350.634</b>	<b>3.661.744</b>	<b>1.624.415</b>
Acreedores a L. P.	2.380.678	3.037.252	3.332.799	1.233.771
Otros pasivos fijos	303.752	313.381	328.944	390.644
<b>Pasivo líquido</b>	<b>13.817.739</b>	<b>10.223.904</b>	<b>8.934.065</b>	<b>9.326.526</b>
Deudas financieras	8.930.976	7.705.404	6.352.217	5.698.511
Acreedores comerciales	2.966.726	1.650.954	1.413.311	2.024.245
Otros pasivos líquidos	1.920.038	867.546	1.168.538	1.603.770
<b>Total pasivo y capital propio</b>	<b>34.717.063</b>	<b>33.477.921</b>	<b>33.548.895</b>	<b>33.129.901</b>

<i>Fondo de maniobra</i>	<i>10.964.515</i>	<i>10.312.603</i>	<i>9.382.204</i>	<i>10.541.675</i>
<i>Número empleados</i>	<i>92</i>	<i>93</i>	<i>92</i>	<i>92</i>

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SABI

A continuación, analizaremos el desarrollo de las principales magnitudes.

#### **Inmovilizado**

La sociedad ha llevado a cabo inversiones por un importe total de 2.466 miles de euros, dirigidas principalmente a la automatización de los procesos productivos. Asimismo, ha

mantenido el criterio de reconocimiento y activación de los créditos por pérdidas aumentando esta partida en 1.230 miles de euros.

#### **Activo Circulante:**

En lo que respecta a las existencias, la cifra que ya era elevada en 2019 se redujo ligeramente en 2020 y 2021, pero se incrementó en 2.684 miles de euros en 2022, debido a la parálisis de ventas registrada en el último trimestre del ejercicio, que fue generalizada en el sector. Este incremento de *stock* se produjo tanto en volumen de metros, como en coste medio de producción por el aumento del precio del gas. Por otro lado, la cifra de deudores se redujo a finales del 2022, motivado por el descenso abrupto de las ventas a partir de septiembre de ese mismo año.

#### **Deuda financiera**

Entre 2019 y 2022, la deuda financiera de la compañía aumentó 4.176 miles de euros (56,7% en terminos relativos), como consecuencia de las pérdidas registradas y muy especialmente en 2022, por la necesidad de financiar el crecimiento de inventario. Con independencia de la cifra de deuda con entidades financieras, en 2022 aumentó el endeudamiento con proveedores por valor de 1.315 miles de euros y también con otros acreedores ( Retrasos salariales, aplazamientos de impuestos etc.) por valor de 1.052 miles de euros.

### **3.3.3. CONCURSO DE ACREEDORES**

Estos niveles de deuda hacían viable la opción de solicitar la declaración de concurso de acreedores. No obstante, se presentaban importantes incertidumbres y riesgos que generaban serias dudas sobre su conveniencia.

En primer lugar la empresa enfrentaba una delicada situación de tesorería lo que significaba que su capacidad para afrontar los pagos corrientes y garantizar la continuidad operativa durante el procedimiento concursal era extremadamente limitada. En segundo lugar, la declaración de concurso requiere intervención judicial y el sometimiento a un administrador concursal lo que supone una pérdida de control sobre la gestión, generando incertidumbre entre clientes, proveedores y empleados. En tercer lugar, el contexto del mercado representaba otro factor determinante que podía dificultar aún más la viabilidad

de esta alternativa. En este sentido, el concurso de acreedores no garantizaba necesariamente una solución favorable para los diferentes grupos de interés involucrados.

Por lo tanto, era imprescindible plantear una reestructuración financiera que permitiera la reorganización del calendario de pagos con las entidades financieras pero también con proveedores. Sin embargo, esta reestructuración financiera no era suficiente si no venía acompañada de una reestructuración operativa que permitiese recuperar la generación de resultados positivos de las actividades.

### **3.3.4. PLAN DE REESTRUCTURACIÓN**

Tal y como se ha comentado en el apartado anterior resultaba necesario plantear una reestructuración operativa y financiera que, con la adopción de una serie de medidas encaminadas a recuperar el equilibrio económico a medio plazo, asegurara la viabilidad futura de la sociedad. Además, la reestructuración debía, mediante la reorganización del endeudamiento con entidades financieras y proveedores, conceder a la sociedad el tiempo necesario para que las medidas operativas pudieran generar resultados, mientras se reducía el importe de la deuda hasta un nivel sostenible en función de la capacidad de generación de fondos prevista.

Ahora bien, conviene resaltar que este plan de reestructuración fue resultado de un procedimiento riguroso en el que la compañía tuvo que analizar detalladamente cada una de las medidas que pudiera contribuir al cumplimiento de los objetivos planteados con la reestructuración. Para ello, además de considerar el impacto financiero de las distintas alternativas, se analizaron sus implicaciones estratégicas, el tiempo necesario para su adopción y puesta en marcha, así como su sostenibilidad. Como resultado de este análisis, algunas de las medidas inicialmente contempladas fueron descartadas.

#### **3.3.4.1. REESTRUCTURACIÓN OPERATIVA**

Todas las medidas que aquí se plantearon tenían como objetivo la generación de liquidez y el restablecimiento del equilibrio económico.

En primer lugar, en lo que respecta a la generación de liquidez se plantearon tres posibles medidas, que se detallan a continuación.

### **La venta de producto en inventario acompañada de la parada productiva.**

Esta medida resultaba muy interesante para la compañía al permitir la generación inmediata de liquidez. Teniendo en cuenta que el coste de producción ya se encontraba incorporado en el inventario facilitaba su conversión efectiva en liquidez sin necesidad de recurrir en nuevos desembolsos. Al mismo tiempo, la paralización de la producción suponía una vía efectiva para reducir de manera significativa los costes de la compañía pues, la eliminación temporal del consumo de *inputs* como el gas y la arcilla, así como los gastos asociados al personal de planta los cuales se limitarían a los costes de estructura y a los de seguridad social del mecanismo ERTE.

Ahora bien, esta estrategia también entrañaba una serie de riesgos que debían ser valorados con cautela. Entre ellos, destacaba la posibilidad de ruptura de stock derivada de la inexistencia de producción durante el periodo de inactividad, lo que podría traducirse en la imposibilidad de atender pedidos en tiempo y forma, con el consiguiente deterioro del servicio al cliente y de la imagen de marca. Asimismo, la aplicación del ERTE presentaba ciertas restricciones, particularmente en cuanto a su duración, lo que condicionaba su viabilidad como medida sostenida en el tiempo.

### ***Sale and Lease-back* de las instalaciones.**

Esta medida se perfilaba como una operación muy ventajosa para la compañía ya que, tendría la posibilidad de convertir las instalaciones valoradas en 13.000 miles de euros en liquidez inmediata. La aportación de tesorería que generaba esta venta permitiría no solo reducir de forma sustancial la carga financiera tanto con entidades de crédito como con acreedores comerciales, sino también cubrir las pérdidas acumuladas en los primeros ejercicios del plan de reestructuración e incluso afrontar el impacto económico asociado a una eventual reconfiguración de la plantilla.

No obstante, pese al atractivo financiero de la operación, su implementación implicaba ciertos compromisos e implicaciones relevantes. Por un lado, la compañía pasaría a asumir un coste de arrendamiento que anteriormente no existía, lo que incrementaría sus obligaciones recurrentes y reduciría parcialmente el ahorro generado. Por otro lado, se debía tener en cuenta que este tipo de transacciones exige una planificación adecuada y un plazo de ejecución que era superior del que disponía la empresa teniendo en cuenta

que, en condiciones normales de mercado, oscila entre tres y seis meses, ya que resulta necesario no solo posicionar el activo entre inversores y permitir una toma de decisiones informada que garantice el cierre de la operación en condiciones óptimas. Además, tratar de ejecutar esta medida en un tiempo más reducido podría suponer un deterioro en el valor final alcanzado en la transacción, comprometiendo así el beneficio económico potencial de la medida.

**Externalización del servicio de una de las fases de producción (rectificado), así como de una de las partes del almacén (distribución final).**

Esta medida también podía resultar una alternativa eficaz dada la estructura de costes de la compañía. Mediante su implementación se sustituían los gastos internos recurrentes por costes variables vinculados a la contratación de estos servicios, lo cual otorga a la empresa una mayor capacidad de adaptación a los niveles reales de actividad, preservando al mismo tiempo la eficiencia económica del proceso.

Sin embargo, de nuevo el tiempo se vuelve a convertir en un problema ya que no se trata de una medida de ejecución inmediata. Es necesario identificar a los proveedores que cumplan con los estándares técnicos, tanto en la fase industrial como para la función logística, lo cual implica un proceso de búsqueda, selección y prueba. A ello se le ha de sumar el coste de reducción del personal que trabaja en estas áreas.

En segundo lugar, para lograr el restablecimiento del equilibrio económico, la empresa debía reducir determinadas partidas de gasto y ante esta necesidad se plantearon las medidas que se explican en los siguientes párrafos.

**Reducción en la estructura del personal.**

La aplicación de esta medida ofrecía la posibilidad de ajustar la estructura de personal a las necesidades reales de la empresa en función del volumen de actividad y de la capacidad de generación de ingresos. En términos económicos, la mejora en la productividad y en la rentabilidad operativa derivada de este ajuste resultaba suficiente, en proyecciones conservadoras, para absorber el impacto del coste por despido en el transcurso del primer ejercicio.

Ahora bien, su ejecución implicaba asumir, en el corto plazo, un desembolso relevante vinculado a las indemnizaciones por extinción de contratos.

#### **Ajuste en los gastos comerciales.**

La implantación de esta medida ofrecía a la compañía la posibilidad de adaptarse de forma más eficaz a las nuevas dinámicas comerciales del sector cerámico, que en los últimos años había experimentado una transformación significativa en sus canales de promoción y venta pues las ferias sectoriales y el uso intensivo de muestras habían perdido relevancia en favor de los medios digitales. Al mismo tiempo, esta medida permitía una reducción significativa en la partida de gastos comerciales.

No obstante, su implementación podía conllevar en el corto plazo una contracción en las ventas de la compañía.

#### **Búsqueda de nuevos proveedores de materias primas y diversificación en las fuentes de energía.**

Aunque estas medidas resultaban la más interesantes desde el punto de vista del equilibrio económico ya que los mayores costes se localizaban en estas partidas, estas dos alternativas su planteamiento y aplicación eran completamente inviables.

La opción más económica para el suministro de arcilla era Ucrania, país que, como se ha señalado previamente, ha interrumpido sus exportaciones, lo que imposibilitaba esta vía de optimización. Por otro lado, la posibilidad de recurrir a fuentes de energía alternativas tampoco era factible, dado que la producción de baldosas cerámicas depende en gran medida del gas natural como principal recurso energético.

### **3.3.4.1.1. MEDIDAS IMPLEMENTADAS**

#### **Reducción del inventario acumulado.**

A partir del análisis de la significativa acumulación del inventario al cierre del ejercicio 2022, la compañía estableció un plan de reducción de existencias para el período 2023-2026, con el propósito de optimizar la gestión del *stock*, garantizar la estabilidad de precios y mejorar la generación de liquidez, evitando así pérdidas recurrentes derivadas de los costes productivos. La estrategia consistió en limitar la producción exclusivamente

a la cobertura de pedidos no satisfechos con el inventario disponible, garantizando al mismo tiempo el servicio a los clientes. Esta medida venía acompañada del establecimiento de medidas laborales (ERTE) que permitiera parar la producción, limitando el coste laboral. Lógicamente la reducción del stock, encaminada a generar liquidez vino acompañada de un ajuste limitado de precios. Como resultado, en 2023, el valor de las existencias se redujo significativamente, pasando de 11.516.929 euros a 4.525.364 euros.

### **Mejora del margen bruto por optimización de los costes de producción.**

Otro de los ejes fundamentales de la reestructuración era la optimización del coste de fabricación, para lo cual la compañía adoptó una política propia de las reestructuraciones estratégicas que consistía en la simplificación de la producción y de las gamas de productos disponibles para la venta, focalizando sus esfuerzos en formatos y gamas de mejor calidad que permitieran incrementar significativamente el volumen de metros cuadrados vendidos, manteniendo a su vez un precio de venta superior a la media del mercado. Para ello desde 2023, la empresa redujo colores y eliminó formatos, lo que ha conllevado la disminución del número de artículos en venta. Esta medida, junto con la reducción a largo plazo de los precios del gas debía mejorar significativamente el margen de explotación de las actividades.

### **Ajuste del personal.**

El plan de reestructuración operativa contemplaba, además, un ajuste en la plantilla con el objetivo de adaptar la estructura de personal a las nuevas exigencias de la compañía tras la reorganización de su modelo operativo. Esta medida suponía el cese progresivo durante el período 2023-2026 de 19 empleados, el 20% del total de la plantilla, pertenecientes a todos los departamentos, comenzando en 2023 con una reducción de 92 a 88 empleados. El impacto financiero estimado de esta reestructuración supondrá una reducción de 860.000 euros anuales, que en términos porcentuales representaba el 18% en coste de personal anual.

### **Reducción de costes comerciales.**

Como medida adicional de optimización de gastos, la empresa redujo y también racionalizó los costes en actividades comerciales. Entre las medidas adoptadas se encuentra la disminución de los gastos incurridos en ferias sectoriales, ajuste en los gastos

de viaje y representación, así como la reducción del gasto en muestras y catálogos, con el objetivo de ajustar gastos no esenciales sin comprometer la visibilidad y posicionamiento de la marca en el mercado. De esta forma, la compañía logro reducir en 1% los gastos comerciales anuales por importe de 119.210€ y espera reducir un 2% adicional en los próximos dos años.

#### **3.3.4.2. REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA**

La reestructuración financiera se presentaba como condición necesaria para permitir el despliegue efectivo del conjunto de medidas operativas previstas, ya que, sin una revisión integral del calendario y del volumen de obligaciones exigibles, la empresa se vería abocada a una situación de insolvencia de forma inminente. Los ajustes previstos en el ámbito organizativo y productivo, así como las transformaciones en la gestión, requerían un plazo prolongado para su implementación y consolidación, por lo que resultaba imprescindible garantizar, mientras tanto, una estructura financiera que no comprometiera la continuidad de las operaciones. En este sentido, el objetivo central de la estrategia consistía en adecuar tanto los importes como los vencimientos de las obligaciones financieras a la capacidad real de generación de recursos por parte de la compañía, asegurando así un marco de estabilidad que posibilitara el cumplimiento ordenado de las obligaciones y el mantenimiento de la actividad en condiciones de normalidad.

Para lograr estos objetivos inicialmente en el marco de un plan de reestructuración financiera se contemplaron las siguientes medidas.

##### **Obtención de fuentes de financiación alternativa.**

La adopción de esta medida permitía a la compañía reestructurar su deuda a través de la sustitución de los compromisos financieros existentes por una nueva obligación de igual cuantía, pero con un nuevo calendario de vencimientos a largo plazo. Esta operación ofrecía un margen relevante para aliviar la presión sobre la tesorería en el corto plazo, al redistribuir los pagos en un plazo temporal más amplio, preservando la capacidad operativa de la empresa y facilitando la implementación del resto de medidas previstas en el plan de reestructuración.

Sin embargo, esta medida presentaba una serie de condicionantes que dificultaban su viabilidad. Por un lado, resultaba complejo encontrar inversores dispuestos a asumir el riesgo de financiar a una entidad con unas ratios de endeudamiento insostenibles y por otro lado, estas operaciones corporativas exigen procesos de negociación y validación lo que normalmente se traduce en un tiempo mínimo de entre 7 meses y 1 año.

### **Capitalización de deuda.**

La capitalización de deuda constituía una alternativa especialmente eficaz desde el punto de vista financiero, ya que permitía a la empresa reducir de manera inmediata su nivel de apalancamiento sin necesidad de realizar desembolsos de tesorería.

No obstante, su viabilidad práctica presentaba importantes restricciones. El perfil mayoritario de los acreedores, compuesto principalmente por entidades financieras, dificultaba la aplicación de esta estrategia, dado que este tipo de inversores “institucionales” no suelen estar dispuestos a participar en el capital de compañías en situación de riesgo. Además, en función del volumen de deuda a capitalizar, existía el riesgo de que el accionariado original perdiera el control efectivo de la sociedad, lo que introducía una complejidad adicional que debía ser valorada cuidadosamente antes de avanzar en su ejecución.

### **Quita y extensión y extensión del calendario de pagos.**

La aplicación de una quita combinada con la ampliación del calendario de pagos representaba una medida de especial relevancia para la compañía, al permitir una reducción efectiva de su carga financiera sin necesidad de realizar desembolsos de tesorería ni recurrir a la cesión de participaciones societarias en favor de los acreedores. A su vez, como ocurría en la búsqueda de fuentes de financiación alternativas la extensión de los plazos de vencimiento ofrecía un margen temporal adicional que permitía adecuar los compromisos de pago a la capacidad real de generación de recursos, dotando a la compañía de mayor flexibilidad para ejecutar su plan de viabilidad.

Ahora bien, su puesta en marcha dependía directamente del grado de aceptación de los acreedores, ya que implicaba una renuncia parcial a sus derechos de cobro y una reprogramación de los flujos contractuales inicialmente pactados.

#### **3.3.4.2.1. MEDIDAS IMPLEMENTADAS**

En primer lugar, se procedió a la negociación de una quita sobre el importe total de la deuda, determinada a partir del análisis del nivel de endeudamiento sostenible de la compañía. Para sustentar esta propuesta ante los acreedores, la empresa elaboró un plan de viabilidad detallado que incluía proyecciones de tesorería, estimaciones de generación de fondos futuros y análisis de sensibilidad bajo distintos escenarios macroeconómicos. En cumplimiento de la normativa vigente, se establecieron cinco clases diferenciadas de acreedores conforme al tipo de crédito y cada clase fue convocada a votar de manera independiente. La propuesta de reestructuración obtuvo la aprobación del 60% de los acreedores en términos de valor dentro de cada clase, umbral necesario para su homologación judicial. Como resultado, se logró una quita del 15% sobre el importe total de la deuda afectada, lo que supuso una reducción de pasivo por un valor de 1.784.655,3 euros, reduciendo significativamente la carga financiera acumulada.

En segundo lugar, se negoció una extensión del calendario de vencimientos de la deuda residual. En este sentido, se acordó un periodo inicial de carencia de dos años, durante el cual no se exigieron amortizaciones de principal, permitiendo a la compañía concentrar sus esfuerzos en estabilizar la operativa y restablecer márgenes. Superado dicho periodo, se pactó la reprogramación de los vencimientos hasta el ejercicio 2028, estableciendo un esquema de amortización progresivo que evitara concentraciones excesivas de pagos en los primeros ejercicios. Para reforzar la seguridad del acuerdo y ofrecer garantías adicionales a los acreedores, la empresa constituyó una hipoteca sobre los principales activos inmovilizados, concretamente la nave y los terrenos donde se desarrolla su actividad industrial, valorados en 13.000 miles de euros. Con estas medidas se incrementó la confianza de los acreedores y la compañía consiguió el objetivo de adaptar los compromisos de pago a la capacidad real de generación de fondos después de implementadas las medidas operativas.

#### 4. CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES

---

En primer lugar, la elevada dependencia energética que caracteriza al contexto europeo, y de forma particular a la economía española, constituye un riesgo sistémico que incide de forma directa en la sostenibilidad operativa de diversas industrias, especialmente aquellas con un alto consumo energético. Esta exposición estructural a factores externos, como la volatilidad de los precios internacionales del gas natural, el petróleo o la electricidad, así como la inestabilidad geopolítica de regiones proveedoras, incrementa significativamente la probabilidad de que las empresas enfrenten desequilibrios financieros derivados del alza súbita de sus costes operativos. En este escenario, se hace evidente la necesidad de contar con una gestión empresarial dotada de capacidades avanzadas en análisis de riesgos, planificación estratégica y gobernanza financiera. No basta con reaccionar ante la crisis: se requiere anticipación, mediante la formulación de escenarios adversos, y la implementación de medidas preventivas orientadas a preservar la liquidez, proteger los márgenes de rentabilidad y garantizar la resiliencia del modelo productivo. La gestión directiva debe, en consecuencia, incorporar una cultura de vigilancia y adaptación continua que minimice la probabilidad de incurrir en situaciones de *distress* financiero y, en caso de materialización, facilite una toma de decisiones ágil, estructurada y eficiente.

En segundo lugar, el análisis de un proceso de reestructuración empresarial ha permitido constatar la elevada complejidad que caracteriza este tipo de intervenciones, tanto desde una perspectiva técnica como desde un punto de vista relacional e institucional. En primer lugar, debe subrayarse que la decisión de iniciar un proceso de reestructuración financiera no es una competencia exclusiva de la empresa deudora. Por el contrario, se trata de un proceso negociado en el que los acreedores desempeñan un papel central, al ser los principales afectados por cualquier alteración de las condiciones de repago. La posición de estos agentes está determinada por una evaluación racional del riesgo de impago, la expectativa de recuperación en caso de liquidación y el valor económico que pueda derivarse de una reestructuración exitosa. Este marco introduce una incertidumbre operativa significativa, ya que el éxito del proceso no depende únicamente de la viabilidad técnica del plan, sino también de la voluntad de cooperación y de la alineación de intereses entre las partes involucradas. La falta de consenso, la asimetría de información

o la existencia de conflictos entre acreedores pueden obstaculizar o incluso inviabilizar la implementación del plan, pese a su racionalidad económica.

Además, las decisiones que deben adoptarse en el marco de un proceso de reestructuración suelen ser de elevada complejidad y trascendencia. No se trata meramente de ajustar partidas contables, sino de redefinir la arquitectura financiera y operativa de la empresa. En muchos casos, ello exige realizar sacrificios significativos, como el cierre temporal o definitivo de unidades productivas, la enajenación de activos estratégicos, la renegociación de contratos clave o la reducción de la plantilla. Estas decisiones implican un coste económico, social y reputacional considerable, y deben ser gestionadas con criterios de eficiencia, equidad y proporcionalidad. Asimismo, es necesario subrayar que los efectos positivos derivados de una reestructuración rara vez son inmediatos. La recuperación financiera y operativa de una empresa inmersa en un proceso de reestructuración es, por lo general, gradual y requiere un horizonte temporal de medio a largo plazo. En consecuencia, se impone la necesidad de articular un sistema de seguimiento y evaluación continua que permita monitorizar la ejecución del plan, corregir desviaciones y asegurar la coherencia entre los objetivos estratégicos y las medidas adoptadas.

Por último, el caso analizado ha puesto de manifiesto que la reestructuración empresarial, cuando se diseña y ejecuta con rigor, puede constituir una alternativa eficaz y preferente frente al procedimiento concursal en situaciones de insolvencia inminente o actual. En concreto, la Compañía Azulejera objeto del estudio, pese a cumplir los requisitos para acogerse al concurso de acreedores, optó por un proceso de reestructuración extraconcursal que le permitió restablecer su equilibrio económico-financiero sin incurrir en la paralización de su actividad ni en la consiguiente destrucción de valor. La implementación de un plan integral de saneamiento financiero, combinado con medidas operativas orientadas a la optimización de recursos y a la racionalización de la estructura de costes, permitió a la entidad reducir sustancialmente su nivel de endeudamiento, estabilizar su posición de liquidez y preservar buena parte del empleo. Este resultado evidencia que, en determinados contextos, la reestructuración empresarial no solo puede evitar la liquidación patrimonial de la sociedad, sino también configurar una solución sostenible y orientada a la recuperación del valor económico, reforzando la capacidad competitiva de la empresa a largo plazo.

## **5. DECLARACIÓN DE USO DE HERRAMIENTAS DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL GENERATIVA EN TRABAJOS FIN DE GRADO**

---

Por la presente, yo, Pablo Lorca Cuadrado, estudiante de E-3 de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "LA REESTRUCTURACIÓN EMPRESARIAL COMO HERRAMIENTA ESTRATÉGICA FRENTE AL *FINANCIAL DISTRESS*", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación

1. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
2. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
3. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
4. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
5. **Traductor:** Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 25/03/2025

Firma: Pablo Lorca Cuadrado

## 6. BIBLIOGRAFÍA

---

- Altman, E. I. (Septiembre de 1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03893.x>
- ASCER. (s.f). *El sector*. Recuperado el 20 de febrero de 2025, de <https://portal.ascer.es/el-sector/>
- ASCER. (2023). *Principales datos 2023*. Recuperado el 21 de febrero de 2025, de [https://portal.ascer.es/wp-content/uploads/2024/04/Datos\\_2023.pdf](https://portal.ascer.es/wp-content/uploads/2024/04/Datos_2023.pdf)
- Balteanu, I., & Viani, F. (2023). "La dependencia energética de la Unión Europea y de España". *Boletín Económico-Banco de España*, 2023/T3, 02, <https://doi.org/10.53479/30252>.
- Baraldi, L. (2024). World Production and Consumption of Ceramic Tiles. *Ceramic World Review*(158), 50-64. Recuperado el 15 de febrero de 2025, de <https://www.ceramicworldweb.com/en/economics-and-markets/world-production-and-consumption-ceramic-tiles-2023>
- Bonsón, E., Cortijo, V., & Flores, F. (2009). El análisis de estados financieros. *Análisis de estados financieros. Fundamentos teóricos y casos prácticos*. (A. Cañizal, Ed.) Pearson Prentice Hall. Recuperado el 24 de febrero 2025, de <https://jalfaroman.wordpress.com/wp-content/uploads/2019/03/analisis-de-estados-financieros-1edi-bonson.pdf>
- Bosque, D. P. (Septiembre de 2020). *Introducción a la Reestructuración Financiera*. Instituto de Empresa. Recuperado el 7 de marzo de 2025, de <https://www.finaepartners.com/wp-content/uploads/2020/09/Reestructuración-financiera.pdf>.
- Cepec, J., & Grajzl, P. (2020). Debt-to-equity conversion in bankruptcy reorganization and post-bankruptcy firm survival. *International Review of Law and Economics*, 61. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irl.2019.105878>

- Consejo de la Unión Europea. (2025). *¿De dónde procede el gas de la UE?* Infografía. Recuperado el 20 de febrero de 2025 de <https://www.consilium.europa.eu/es/infographics/where-does-the-eu-s-gas-come-from/>
- Coucke, Pennings, & Sleuwaegen. (2007). Employee Layoff Under Different Modes of Restructuring: Exit, Downsizing or Relocation. *Industrial and Corporate Change*, 16, 161-182. doi: 10.1093/icc/dtm002
- Datta, D. K., Guthrie, J. P., Basuil, D., & Pandey, A. (Enero de 2010). Causes and Effects of Employee Downsizing: A Review and Synthesis. *Journal of Management*, 36(1), 281-348. doi: 10.1177/0149206309346735
- Esteban, P. (11 de Julio de 2024). Los concursos descendieron un 17,8% en 2023: la mayoría de las empresas acaban en liquidación. *Cinco Días*. Recuperado el 8 de marzo de 2025, de <https://cincodias.elpais.com/legal/2024-07-11/los-concursos-descendieron-un-178-en-2023-la-mayoria-de-las-empresas-acaban-en-liquidacion.html>
- Feás, E., & Tapia, I. (2025). *La volatilidad de los precios energéticos y su efecto sobre la industria*. Real Instituto Elcano. Recuperado el 6 de marzo de 2025, de <https://media.realinstitutoelcano.org/wp-content/uploads/2025/01/ari3-2025-feas-tapia-la-volatilidad-de-los-precios-energeticos-y-su-efecto-sobre-la-industria.pdf>
- Garcia, W. C., Di-Comite, F., & Garrone, M. (2023). *Evidence on the exposure and impact of the ongoing energy crisis on the EU industry*. European Commission. Recuperado el 6 de marzo de 2025, de [https://single-market-economy.ec.europa.eu/document/download/a1e76ef9-02ca-4bff-8eea-00f06c713558\\_en?filename=Exposure%20and%20Impact%20of%20Energy%20Crisis\\_\\_v23\\_Final%20%282%29.pdf](https://single-market-economy.ec.europa.eu/document/download/a1e76ef9-02ca-4bff-8eea-00f06c713558_en?filename=Exposure%20and%20Impact%20of%20Energy%20Crisis__v23_Final%20%282%29.pdf)
- Garrigós, J. A. (2014). El poder del clúster: la reestructuración de los regímenes tecnológicos de industrias maduras a través de innovaciones disruptivas. *Economía industrial*, (391), 141-150. Recuperado el 2 de marzo de 2025, de

<https://riunet.upv.es/entities/publication/3cffabeb-1890-4d27-801c-0665b0d7863e>

- Gilson. (1989). Management Turnover and Financial Distress. *Journal of Financial Economic*, 25, 241-262. Disponible en: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90083-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90083-4)
- Gilson, S. (2012). Introduction. En *In Creating Value through Corporate Restructuring: Case studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups* (2nd Ed.), (pp.1-25). Nueva Jersey: John Wiley & Sons, INC.
- Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 315-353.
- Goel, S. (2015). Nature of Financial Ratios. *Financial Ratios*, Business Expert Press, (pp.3-7). Recuperado el 10 de febrero de 2025, de <https://ebookcentral.proquest.com/lib/upcomillas/reader.action?docID=4307179&ppg=5>
- Hofer, C. W. (1980). Turnaround Strategies. *Journal of Business Strategy*, 1(1), 19-31.
- International Energy Agency. (2022). *Electricity Market Report*. [https://iea.blob.core.windows.net/assets/d75d928b-9448-4c9b-b13d-6a92145af5a3/ElectricityMarketReport\\_January2022.pdf](https://iea.blob.core.windows.net/assets/d75d928b-9448-4c9b-b13d-6a92145af5a3/ElectricityMarketReport_January2022.pdf)
- John, K., Lang, L. H., & Netter, J. (July de 1992). The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline. *Journal of Finance*, 891-917. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb03999.x>
- Khanna, N., & Poulsen, A. B. (1995). Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Scapegoats? *The Journal of Finance*, 50, 919-940. Disponible en: <https://doi.org/10.2307/2329293>

- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). *Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring* (Vol. 33). *Journal of Corporate Finance*, 19-33. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.04.004>
- Lau, A. H.-L. (1987). A Five-State Financial Distress Prediction Model. *Journal of Accounting Research*, 25(1), 127-138. Disponible en: <https://research.ebsco.com/c/2pxmts/viewer/pdf/cwti26vbyj>
- Levy, A. (1986). Second-order planned change: Definition and conceptualization. *Organizational Dynamics*, 15, 5-23.
- Lou, D.-K., & Smith, M. (June de 2006). Financial Distress and Corporate Turnaround: A Review of the Literature and Agenda for Research.
- Mestre, J. (27 de Noviembre de 2023). El azulejo prevé que sus principales mercados no se recuperen hasta 2025 por el parón en su vivienda. *Castellón Plaza*, págs. <https://castellonplaza.com/castellonplaza/el-freno-en-la-construccion-en-los-mercados-internacionales-agrava-la-caida-de-ventas-en-la-ceramica>.
- Mueller, G. C., & Barker, V. L. (1997). Upper Echelons and Board Characteristics of Turnaround and Nonturnaround Declining Firms. *Journal of Business Research*, 39, 119–134. Disponible en: [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00147-6](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00147-6)
- Norgestion. (s.f.). ¿Cómo realizar una reestructuración financiera? *Cuadernos Norgestion* (10 ). Recuperado el 15 de febrero de 2025, de <https://www.wilgroup.net/storage/Cuadernos-NORGESTION-10---Como-realizar-una-reestructuracion-financiera1.pdf>.
- Office, C. (2023). *Corporate financial distress: Guidance note*. HM Government. Recuperado el 14 de febrero de 2025 de [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/649ad103f90109000c818892/Corporate\\_Financial\\_Distress\\_Guidance\\_Note.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/649ad103f90109000c818892/Corporate_Financial_Distress_Guidance_Note.pdf)
- O'Neill, H. M. (1986). An analysis of the turnaround strategy in commercial banking. *Journal of Management Studies*, 23, 165-188. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1986.tb00418.x>

- Palacín-Sánchez, M.-J., Alencar-García, A., & Canto-Cuevas, F.-J. (2023). Financial distress and corporate restructuring. *Management Letters* , 23(2), 81-91. Disponible en: <https://addi.ehu.es/bitstream/handle/10810/61304/221759fc.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Pawlina, G. (2010). Underinvestment, capital structure and strategic debt restructuring. *Journal of Corporate Finance*, 16, 679-702. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.06.010>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1981). The External Control of Organizations: A Resource Dependence. *American Journal of Sociology*, 87(3), 757-759 .Disponible en: <https://www.jstor.org/stable/2778955>
- Platt, H. D. (2006). Understanding Differences Between Financial Distress and Bankruptcy. *Review of Applied Economics*, 2(2), 141-157. Disponible en: <https://ageconsearch.umn.edu/record/50146/?v=pdf>
- PwC. (2024). *El sector de los azulejos y pavimentos cerámicos en 2023: Impacto socioeconómico y relevancia para la provincia de Castellón*. Recuperado el 7 de marzo de 2025, de [https://portal.ascer.es/wp-content/uploads/2024/12/Impacto\\_sector\\_azulejero\\_ASCER.pdf](https://portal.ascer.es/wp-content/uploads/2024/12/Impacto_sector_azulejero_ASCER.pdf)
- Schoenberg, R., Collier, N., & Bowman, C. (2013). Strategies for Business Turnaround and Recovery: A Review and Synthesis. *European Business Review*, 25(3), 243-262. Recuperado el 1 marzo de 2025 de <https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/server/api/core/bitstreams/003c90bc-e607-4dcc-a7ab-3656a823602d/content>
- Silaghi, F. (2018). The use of equity financing in debt renegotiation. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 86, 123-143. Disponible en: <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2017.10.010>
- Springate, G. L. (1978). *Predicting the Possibility of Failure in a Canadian Firm: A Discriminant Analysis*. Doctoral dissertation, Simon Fraser University.

- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal of Management*, 12, 183–199. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
- UNCTAD. (2022). *Maritime Trade Disrupted: The War in Ukraine and its Effects on Maritime Trade Logistics*. Recuperado el 1 de marzo de 2025, de [https://unctad.org/system/files/official-document/osginf2022d2\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/osginf2022d2_en.pdf)
- Urcelay, V. Z., Escobal, A. E., Riego, M. Z., & Corcuera, I. E. (2023). Aspectos Económicos, Financieros y Contables de las Reestructuraciones. En *Reestructuraciones e Insolvencia* (Vol. Reestructuraciones e Insolvencia).
- Vicent, S. (2024). *Sector Azulejero: Flash sectorial – febrero 2024*. Solunion. Recuperado el 1 marzo de 2025, de <https://www.solunion.es/wp-content/uploads/2024/02/FLASH-SECTOR-AZULEJERO.pdf>
- Whetten, D. A. (1980). Organizational Decline: A Neglected Topic in Organizational Science. *The Academy of Management Review*, 5(4), 577-588. Disponible en: <https://research.ebsco.com/c/2pxmts/viewer/pdf/oh6s7kzshz>
- Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23, 123-132. Disponible en: <https://research.ebsco.com/c/2pxmts/viewer/pdf/ts74shrebv>