



REVISTA LEX MERCATORIA
ISSN 2445-0936



Vol. 23, 2023. Artículo 2
DOI:10.21134/lex.vi23.1902

MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA BANCARIA DISTRESSED: DOCUMENTACIÓN Y CAUTELAS

SECONDARY TRADING OF DISTRESSED BANK DEBT: DOCUMENTATION AND CAUTIONS

José Marco Asencio

Legal Director - Finance, Projects & Restructuring

DLA Piper

Resumen

El presente artículo trata de explicar desde una visión práctica el funcionamiento de un proceso de venta de deuda bancaria con descuento, analizando las circunstancias que pueden impedir su cierre y los diferentes pasos a dar a tal fin, así como la documentación contractual que es necesario suscribir. Todo ello en el contexto de operaciones entre partes sofisticadas que deciden someterse a los marcos contractuales de la *Loan Market Association*.

Abstract

This article aims to explain from a practical approach the mechanics of a sale process of bank debt at a discount, analyzing the circumstances that may jeopardize its successful close and the various steps to be taken towards such end, as well as the contractual documentation that needs to be entered into. All of it within the context of trades between sophisticated parties that opt to subject them to the contractual framework of the *Loan Market Association*.

Palabras clave

Cesión de crédito, deuda distressed, pactos de espera, standstill, condiciones de cesión, Loan Market Association.

Keywords

Transfer of contractual position, distressed debt, standstill agreements, transfer conditions, Loan Market Association.

Sumario

I. INTRODUCCIÓN. II. LOAN MARKET ASSOCIATION Y MERCADO DE DEUDA “DISTRESSED”. III. PUNTO DE PARTIDA: TRADE CONFIRMATION. IV. PRE-TRADE: DUE DILIGENCE Y OTROS FACTORES A TENER EN CUENTA V. PACTOS CONTRACTUALES: A TRADE IS A TRADE. VI. PACTOS CONTRACTUALES: MANIFESTACIONES. VII. CONDICIONES DE CESIÓN: VENTANAS DE OPORTUNIDAD. VIII. CONCLUSIÓN. IX. BIBLIOGRAFÍA.

I. INTRODUCCIÓN

La experiencia nos enseña que con los cambios de ciclo en la economía se producen situaciones de deterioro del negocio de determinados deudores (y, en ocasiones también de la liquidez y, en el peor de los casos, de su solvencia), lo que puede llevar a sus acreedores financieros a buscar una salida rápida a sus posiciones de crédito frente a los mismos.

Tras algo más de un año desde el comienzo de las subidas de tipos de interés por los bancos centrales más importantes del mundo, es casi seguro que ese giro en la política monetaria, que venía de ser laxa en extremo, va a empezar a producir efectos en la economía real. Todas las casas de análisis alertan del comienzo de una fase de restricción del crédito (aparte del encarecimiento del existente, con el consiguiente deterioro instantáneo de ratios de control en operaciones insuficientemente cubiertas por medio de derivados de tipos de interés), en un clima de prudencia creciente acerca del valor real de activos y negocios. Esta vuelta a condiciones de financiación más ortodoxas y ante un panorama de bajo crecimiento, podría hacer encallar la refinanciación de determinadas deudas y evidenciar la insostenibilidad de otras y, con ello, se puede producir un incremento notable en el volumen de operaciones de venta de posiciones de crédito bancario en el mercado de deuda *distressed*.

Estas operaciones de saneamiento del balance se pueden estructurar en volumen, a través de carteras de *NPLs* (*non-performing loans*) —donde se aglutinan multitud de operaciones de crédito (generalmente bilaterales de importe menor suscritos con pymes y consumidores) frente a todo tipo de deudores—, o mediante la venta de posiciones singulares (de importe más relevante)

originadas en operaciones bilaterales o sindicadas frente a un solo deudor. En este trabajo nos centraremos en las segundas y en las vicisitudes que pueden surgir durante el proceso de venta y el esquema contractual necesario para su preparación y cierre.

II. LOAN MARKET ASSOCIATION Y MERCADO DE DEUDA “DISTRESSED”

En un contexto como el descrito, fondos y entidades especializadas en este tipo de situaciones suelen aparecer en el tablero, con la mirada puesta en adquirir con descuento (principal característica de cualquier operación de deuda *distressed*, de lo contrario la operación se realizaría a valor nominal *-par value-*) posiciones de crédito en determinados sectores y deudores, con la esperanza debidamente analizada de obtener en el medio o largo plazo una alta rentabilidad acorde con el riesgo asumido.

Este tipo de entidades suele mostrar preferencia por la ley inglesa a la hora de formalizar sus operaciones y, en concreto, por los modelos de contratos que ofrece la *Loan Market Association* (LMA, entidad privada patrocinada por las principales instituciones financieras que busca potenciar los mercados primario y secundario de crédito mediante la divulgación de conocimiento en materias propias del sector y de modelos de contratos comúnmente aceptados por el mercado), que provee al mercado de contratos estandarizados para facilitar la formalización de cualquier modalidad de venta de derechos de crédito y cesión de posición en operaciones de financiación bancaria (entre otras operaciones de diversa índole).

III. PUNTO DE PARTIDA: TRADE CONFIRMATION

La estructura y formalización de este tipo de operaciones parte de la firma por ambas partes, comprador y vendedor, del llamado “*trade confirmation*” (TC), que normalmente vendrá precedido de un acuerdo telefónico o por email (*trade call*). El TC es un documento más bien esquemático, similar a un *term-sheet* en cualquier financiación (aunque rellenable en su mayor parte y con una menor extensión), en el que las partes reflejan los principales términos y condiciones aplicables a la operación de cesión: importe objeto de la cesión, si esta se hace por su valor nominal (*par/face value*) o con descuento (*distressed*) y en este caso el precio, la forma legal de la operación (*true sale/sub-part*: es decir, cesión de posición versus cesión silenciosa), el tratamiento de los intereses y comisiones devengados entre *trade* y *settlement* y cualquier otra circunstancia o condición que las partes deseen reflejar (lo que tiene especial importancia en casos en los que concurre un proceso de renegociación de deuda, como veremos más adelante).

IV. PRE-TRADE: DUE DILIGENCE Y OTROS FACTORES A TENER EN CUENTA

No obstante, antes de la firma del TC el comprador de la posición de crédito deberá realizar el análisis legal de la operación (se entiende que el análisis financiero se habrá completado con anterioridad y los procesos de *know-your-customer* seguirán su curso en paralelo), lo que pasa necesariamente por recibir el paquete completo de documentación contractual de la operación subyacente. El propósito de este análisis por parte de asesores legales será identificar cualquier circunstancia que pueda perjudicar el valor de la

inversión del comprador: desde la correcta constitución de las garantías reales y la idoneidad del comprador para ser beneficiario de hipotecas de máximo, al mecanismo contractual de ingresos y salidas de las cuentas del proyecto y el régimen de reparto de fondos entre acreedores, lo que resulta especialmente relevante en deudores con estructuras de deuda complejas, donde operaciones sindicadas pueden estar conviviendo con derivados y acuerdos marco de productos bilaterales de circulante.

El asesor legal del comprador deberá destacar también otros aspectos relevantes de la documentación contractual (como pueden ser el régimen de toma de decisiones -si se adquiere una posición en una operación sindicada-, el funcionamiento y pactos del contrato entre acreedores -proceso de declaración de vencimiento de la deuda, de ejecución de garantías y reparto de resultados de ejecución, etc.), además de prestar asesoramiento en materia (pre)concurzal en caso de que la situación lo requiera (lo que seguramente será el caso en un *distressed trade*).

Asimismo, en esta primera fase de *due diligence* se hace necesaria la firma de un acuerdo de confidencialidad, del que la LMA también ofrece modelos estandarizados que son, generalmente, a los que nos remiten los contratos de financiación (cuando en ellos se exige la firma de un acuerdo de confidencialidad con potenciales cesionarios).

Otro tema al que prestar especial atención es el llamado *big-boy language*, que es un pacto entre las partes por el que se reconoce (i) que el acreedor vendedor puede ser conocedor, por razón de su participación en un sindicato de acreedores o de su relación con el deudor (podría ser que el vendedor forme parte de un comité coor-

dinador o *steering committee* en un contexto de renegociación de deuda), de información que no es de dominio público y cuyo contenido puede ser relevante y (ii) que, no obstante, esa información no tiene por qué ser suministrada al comprador, quien será responsable del análisis económico de los riesgos de la operación (*credit appraisal*). En resumidas cuentas, es una exención de responsabilidad para el vendedor que, no obstante, tendrá que vigilar que esa información reservada no desdiga de alguna manera ninguna de las declaraciones que el vendedor hará por medio de la firma del TC que, como veremos a continuación, se encuentra sujeto al contenido contractual predeterminedo por la LMA. Aunque en sede judicial no sean escudos infalibles, la firma de una *big-boy letter* es siempre recomendable.

V. PACTOS CONTRACTUALES: A TRADE IS A TRADE

Volviendo al TC, una vez que es suscrito por las partes, la operación queda sujeta por defecto a los términos y condiciones publicados por la LMA para operaciones de cesión de posiciones en el mercado secundario de deuda. El principal efecto del TC es que la compraventa queda automáticamente acordada en la fecha del TC (lo que se conoce en el argot como “*trade date*”) y su perfección solo queda sujeta al pago (*settlement*) del precio acordado, sin que prácticamente ninguna circunstancia pueda hacer caer la operación. De hecho, la LMA sólo prevé la resolución de la compraventa en caso de que se produzca un “evento de insolvencia” en alguna de las partes, concepto este que va más allá de la mera declaración por un juez.

En ese sentido, el principio fundamental que rige estas operaciones es el de “*a trade is a trade*”, lo que convierte al TC en principio y fin del

negocio económico de la cesión (dejando a un lado por ahora las formalidades jurídicas y registrales que el negocio jurídico pueda requerir para su plena eficacia en España) y en la piedra angular de toda operación de compraventa de posición de crédito que quede sujeta a los estándares de la LMA. Ni siquiera el incumplimiento de cualesquiera condiciones de cesión que resulten aplicables al amparo del contrato de crédito subyacente podrán deshacer la operación objeto del TC. No en vano, por la firma del TC las partes adquieren el compromiso de hacer todo lo necesario para que el *settlement* tenga lugar, lo que incluye obtener por el acreedor vendedor los consentimientos que resulten necesarios para la cesión. En este sentido, conviene tener presente que las partes pueden incurrir en responsabilidad por daños ocasionados a la otra parte por su falta de pericia en ese sentido, aunque seguramente esto tendría que dirimirse en sede judicial.

En el supuesto de que no se cumpliera alguna de tales condiciones, las partes seguirán igualmente obligadas a implementar el *settlement* de la operación por medio de un *funded participation* (lo que comúnmente se conoce como *sub-part* o cesión silenciosa, en cuya virtud el acreedor vendedor permanece como acreedor frente al deudor y el resto de acreedores, lo que se conoce como *lender of record*), salvo que el propio TC tuviera establecido que la operación se formalizará “*by legal transfer only*”, en cuyo caso las partes deberán concluir la operación por otros medios que tuvieran a su disposición y que produzcan un efecto económico equivalente (a menos que, de común acuerdo, decidan no proseguir).

En cualquier caso, conviene recordar que esos términos y condiciones publicados por la LMA pueden ser alterados por las partes a su conveniencia y el *settlement* puede quedar condicionado; eso

sí, en tal caso deberán plasmar claramente en el TC los aspectos modificados. De lo contrario, los términos y condiciones reflejados en el documento de términos y condiciones de la LMA seguirán siendo de aplicación sin alteraciones.

VI. PACTOS CONTRACTUALES: MANIFESTACIONES

También cabe añadir que por medio de la firma del TC, el acreedor vendedor realizará una serie de declaraciones que, aunque posteriormente no se recojan en el documento público de cesión que se otorgue ante notario español, son igualmente vinculantes y exigibles conforme a la legislación y tribunales ingleses: fundamentalmente, que no es persona especialmente relacionada con el deudor, que ha provisto al comprador de toda la documentación relativa a la financiación y que el deudor no ostenta ningún derecho de compensación frente al acreedor vendedor, entre otras.

Eso sí, la responsabilidad del análisis de la documentación subyacente recae en el comprador que —además de las cuestiones antes señaladas— deberá analizar la regulación contractual relativa al *gross-up* fiscal, lo que será muy relevante en caso de que el comprador sea una entidad que, por su naturaleza, exima total o parcialmente al deudor de la obligación de practicar retención a cuenta del pago de impuestos. Si, al contrario, no es una entidad exenta, el estándar del mercado marca que no podrá acogerse al régimen de *gross-up* y por tanto cobrará sus intereses netos de la mencionada retención.

VII. CONDICIONES DE CESIÓN: VENTANAS DE OPORTUNIDAD

En ocasiones, las dinámicas propias de cualquier proceso de renegociación de deuda y la

naturaleza jurídica y comercial del comprador habitual en este tipo de operaciones, hacen que cobre especial relevancia la agilidad de las partes para formalizar en un corto espacio de tiempo la venta en cuestión (no solo el TC, sino que, cuando el crédito subyacente esté sujeto a ley española, esa rapidez será también necesaria para llegar a formalizar a tiempo la cesión y subrogación hipotecaria en documento público, a fin de dar cumplimiento al artículo 1.526 del Código Civil para que la cesión tenga efectos erga omnes; y, cuando haya hipotecas de por medio, al 1.280 del Código Civil y 149 de la Ley Hipotecaria). Especialmente si el acreedor que desea deshacer su posición deja de estar sujeto, solo por un corto espacio de tiempo, a restricciones para ceder su posición libremente.

Estas restricciones pueden ser las habitualmente recogidas en contratos de financiación (que habitualmente permiten la cesión a una lista cerrada de entidades (*white list*) o, a la inversa, se extiende un listado de entidades excluidas como eventuales cesionarios (*black list*)). Además de estas restricciones contractuales —que serán de aplicación en todo momento salvo que concurra un supuesto de incumplimiento (quizás solo de pago y ratios, según la tendencia seguida durante los últimos años)—, puede que los acreedores tengan temporalmente prohibida la cesión con motivo de la vigencia de un acuerdo de *standstill* (en caso de que en el mismo, como es habitual, se prohíba la cesión a cualquier tipo de entidad mientras el pacto de espera se encuentre vigente y en ausencia de incumplimientos por ninguna de las partes del mismo).

Incluso en ausencia de un *standstill* en vigor y situándonos en un escenario en el que el deudor pueda estar atravesando problemas, es posible que los incumplimientos acaecidos bajo la

financiación se encuentren dispensados por los acreedores, según la mayoría que resulte necesaria para ello. En ese caso, la dispensa aprobada por los acreedores (es decir, la renuncia *-waiver-* a ejercer su derecho de vencimiento anticipado) produce el efecto (salvo que se hubiera expresado lo contrario en la aprobación formal del *waiver*) de que las cesiones tendrán que sujetarse a las condiciones previstas en el contrato de financiación en un escenario de ausencia de incumplimientos (*performing*). Por ello, el acreedor vendedor tendrá que estar atento a nuevas situaciones de incumplimiento por parte del deudor que le permitan sustraerse a las condiciones aplicables a la cesión (siendo la más sensible en estos casos la relativa a la identidad (*white list/black list*) o tipología del cesionario (donde el veto suele recaer en entidades generalmente identificadas como inversores o fondos de deuda *distressed* o con propósito de “*loan-to-own*”, *vulture funds* o denominaciones similares que, por su indefinición –sobre todo en contratos que no siguen el estándar de la LMA– podrían dar lugar a litigiosidad llegado el caso de una venta). De hecho, cabe destacar que desde el inicio del periodo de crédito fácil una vez superada la crisis de deuda soberana en la zona euro (años 2012-13), los contratos de financiación se han llenado de este tipo de restricciones a la cesión libre por parte de los acreedores, como una más de las manifestaciones del espíritu *covenant-lite* que ha dominado el mercado desde entonces.

Así pues, en este tipo de contextos la clave estará en saber aprovechar el momento en el que se habilite de nuevo la facultad del acreedor para vender libremente su posición. Por lo general, esto sucederá solamente en los supuestos tasados en el acuerdo de *standstill*: por lo general, si el deudor es declarado en concurso de acreedores (o incluso si un tercero solicita dicha declaración)

o si este o cualquier otro acreedor incumple sus obligaciones adquiridas al amparo del acuerdo. En ausencia de uno, habrá que estar a la producción de nuevos incumplimientos contractuales -si es que cabe alguno más a esas alturas- mientras no sean nuevamente dispensados.

De manera que en estos escenarios pueden abrirse (al menos temporalmente) ventanas de oportunidad para poder efectuar una cesión en estricto cumplimiento de los términos establecidos en la financiación subyacente. En estos casos puede resultar crucial acordar en el TC una fecha límite (*long-stop*) para efectuar el *settlement*, que coincidirá con el momento en que la cesión ya no pueda completarse sin quedar sujeto a las restricciones contractuales (en caso de que los acreedores concedan un nuevo *waiver*) o con la extensión de un *standstill* previamente expirado. Todo ello, a fin de evitar problemas (legales, pero también reputacionales) si entre *trade* y *settlement* se produce el cierre de esa oportunidad de cesión.

VIII. CONCLUSIÓN

En términos prácticos, el proceso comenzaría con la firma de un acuerdo de confidencialidad, posiblemente acompañado de una *big-boy letter*; le seguiría el proceso de análisis legal y KYC de la operación subyacente que comentábamos antes.

Una vez superado lo anterior, se añadiría el TC, que ya hemos analizado. Por su importancia, cabe aclarar que la LMA parte de la premisa, en sus términos y condiciones estandarizados, de que el comprador asume la responsabilidad acerca de la solvencia del deudor, siendo el vendedor responsable de la existencia y legitimidad del crédito objeto de venta (en línea con la regla general del Código Civil, prevista en su artículo

1.529). No obstante, la LMA permite el pacto en contrario, igual que lo hace nuestro Código Civil, aunque raramente se dé en la práctica (en ese caso, estaríamos ante un *risk participation*, un producto distinto más parecido a una garantía).

Finalmente y mientras avanza el proceso de análisis legal, las partes tratarán de dejar negociada la documentación contractual (es decir, una póliza de cesión de posición contractual y, para preservar la confidencialidad del precio de la operación, un acta o escritura de manifestación del precio, además de escrituras de subrogación hipotecaria en caso de resultar necesario) a fin de contar con la mayor agilidad posible de cara a una firma (*trade*) y cierre (*settlement*) de la operación acelerados en caso de resultar ello necesario, sin olvidar cualquier otra comunicación (al deudor a los efectos del artículo 1.527 del Código Civil y 151 de la Ley Hipotecaria) o proceso que habrá que completar tan pronto como sea posible (por ejemplo, en caso de que fuera necesario un cambio de agente en la operación sindicada subyacente, algo que merece especial atención por su específica regulación contractual y las consecuencias que puede traer, para el acreedor vendedor que ostenta la condición de agente, una mala gestión del cese de sus funciones).

Aunque en ocasiones se escuchan voces críticas con la actuación de entidades y fondos de deuda *distressed* a los que se califica de formas bastante gráficas, no se puede olvidar que estos generan mercado en situaciones críticas cuando ningún operador está dispuesto a entrar; momentos en los que acreedores tradicionales buscan sanear sus balances (liberando con ello provisiones y posibilitando la asignación de su activo a otros lugares más productivos), mientras que deudores con problemas pueden necesitar nuevos acreedores con una visión puesta en el valor intrínseco de

la empresa o proyecto. Como dijo Ray Dalio, “*if you are not aggressive, you are not going to make money, and if you are not defensive, you are not going to keep money*”.

IX. BIBLIOGRAFÍA

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Decreto de 8 de febrero de 1946 por el que se aprueba la nueva redacción oficial de la Ley Hipotecaria.