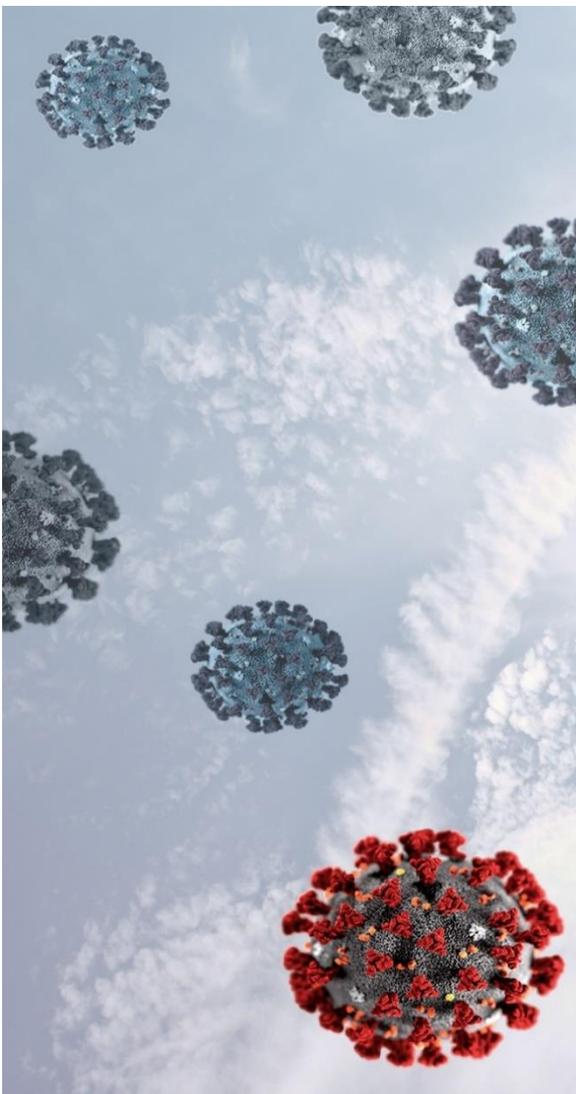

COVID-19: Su impacto en las operaciones financieras

Legal flash

23 de abril de 2020



Contenido

- > **Introducción**
- > **Efectos en las financiaciones actuales**
- > **Financiación ICO, avales del Estado y línea extraordinaria CESCE**
- > **Refinanciaciones**
- > ***Direct lending***
- > **Bonos *high-yield* y titulizaciones**
- > **Derivados**
- > ***Non-performing loans* (NPLs)**
- > **Operaciones “distressed”:
adquisición de deuda,
homologación judicial y *debt-for-equity swaps***



Introducción

El objeto del presente documento es ofrecer un análisis jurídico completo y actualizado sobre el impacto en las relaciones contractuales crediticias y de los mercados de capitales de renta fija fruto de la situación excepcional que ha traído consigo la crisis del Covid-19, como consecuencia de la legislación de “excepción” adoptada por el Gobierno español en el marco constitucional, así como de algunas medidas provenientes de la Unión Europea y sus organismos financieros de supervisión.

El Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el Covid-19 (“**RD 463/2020**”), determina, como hemos señalado, la generación de un acervo jurídico excepcional para hacer frente y mitigar las consecuencias sociales, económicas y jurídicas de la crisis a que se tiene que hacer frente por un riesgo sanitario que condiciona toda la actividad económica. Por tanto, deviene necesario dar una respuesta jurídica desde diferentes órdenes legales, tanto de derecho público como de derecho privado, a fin de mantener las constantes económicas y la actividad productiva con la mayor dosis de seguridad jurídica.

Para analizar el impacto legal en el sistema financiero y crediticio, se deben tomar en consideración las medidas adoptadas por el Gobierno español a través del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del Covid-19 (“**RDL 8/2020**”), el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas complementarias urgentes en el ámbito social y económico para hacer frente al Covid-19 (“**RDL 11/2020**”), y el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo (“**RDL 15/2020**”). Una idea esencial que debemos tener en cuenta es que, frente a una crisis financiera de solvencia como fue la de 2008, en la actualidad nos encontramos con una crisis sanitaria súbita y con impacto inmediato en la economía y en el sistema financiero. Ahora bien, en su día la de 2008 fue una crisis de solvencia y también de liquidez y de riesgo de crédito. Ahora, afortunadamente, después de la construcción de una arquitectura robusta en el sistema financiero, tanto de supervisión como de liquidez, nuestro sistema bancario se encuentra en una posición completamente diferente, especialmente, por un lado, por los ratios elevados de solvencia, y, de otro, por una posición de liquidez soportada tanto por instancias nacionales, como por el propio Banco Central Europeo (“**BCE**”).

La batería legislativa adoptada por el BCE garantiza la liquidez necesaria al mercado (integrada por las Decisiones 441, de 26 de marzo, sobre la ejecución del programa de compras de bonos corporativos, y la número 440, sobre un programa temporal de compra de emergencia de activos financieros, tanto públicos como privados, por un importe de 750 mil millones de euros) y ayuda tanto a los sistemas bancarios nacionales, como a los agentes privados, a disponer de una fuente de liquidez que les permita hacer frente a las necesidades inmediatas de los sectores



CUATRECASAS

productivos, a consecuencia del impacto que ocasiona la desaceleración económica y el cierre o limitación de ciertos sectores productivos.

A lo anterior hay que añadir, como un complemento indispensable, y como medida coadyuvante al objetivo de favorecer la liquidez crediticia y en los mercados de capitales, el relajamiento de la normativa de solvencia y de recursos propios de las entidades financieras adoptadas por la EBA (Decisiones de 12 de marzo y 2 de abril) en coordinación con el BCE, para permitir una reducción de la disciplina de gestión del riesgo de crédito durante un periodo temporal.

Pero las relaciones jurídicas en el sistema financiero y crediticio no solo provienen del mundo regulado. A día de hoy, no se entiende la financiación empresarial si no se tiene en cuenta la financiación proveniente de lo que se ha venido a considerar como “banca en la sombra”, el *direct lending* de entidades reguladas y también de las no reguladas. Por tanto, en el presente documento queremos también exponer el análisis y el impacto que jurídicamente puedan tener la provisión de liquidez a la economía productiva, como ya se ha demostrado en la crisis pasada con la ausencia de liquidez y de problemas de solvencia.

Asimismo, en los mercados de renta fija se presentan oportunidades para completar la financiación empresarial en estos momentos, mediante los mecanismos de titulización crediticia de todo tipo de préstamos y créditos, facilitando por esta vía liquidez tanto a las entidades de crédito como a otras no reguladas.

Como han señalado voces autorizadas en el mundo económico, “*la recuperación depende de evitar que la falta de liquidez mute en crisis de solvencia*”. Efectivamente, como intentaremos explicar y analizar, las soluciones jurídicas y la respuesta del Derecho a los problemas de la financiación crediticia y del mercado de capitales en materia de renta fija van a ser esenciales para hacer frente y facilitar los procesos de financiación a la economía productiva, clave para la recuperación. Y, en estos terrenos, también nos encontramos con una legislación concursal interna de nuevo cuño, ya testada y aplicada durante la crisis financiera anterior para evitar situaciones de insolvencia que acaben en la liquidación concursal del tejido productivo. El derecho preconcursal o de preinsolvencia, y los esquemas jurídicos instrumentados para reestructuraciones y refinanciaciones, al amparo de la legislación mencionada, van a jugar una baza en pos del mantenimiento de la empresa.

Como abogados, queremos ofrecer respuestas a nuestros clientes para preservar la viabilidad de las empresas y de la economía productiva. Ese es el reto y el objeto del presente documento desde los diferentes ámbitos, tipologías de operaciones y estructuras legales dentro de nuestro sistema financiero.



Efectos en las financiaciones actuales

Cada empresa, además de analizar su posición financiera y revisar sus expectativas de flujos de ingresos en los próximos meses, a fin de determinar sus necesidades reales de liquidez, en especial, mediante recursos ajenos, deberá valorar el impacto de todas estas circunstancias en sus documentos financieros actuales.

La normativa Covid-19, además de ser provisional y circunscrita al estado de alarma y, en su caso, un periodo limitado posterior, no lleva implícita una moratoria general ni supone un “*stand still*” del deber de cumplimiento de las obligaciones de los contratos de financiación ni, en su caso, de ejecuciones forzosas. Únicamente, algunos créditos o préstamos (por ejemplo, aquellos garantizados con hipoteca inmobiliaria y destinados a la adquisición de la vivienda habitual o a la adquisición de inmuebles afectos a la actividad económica) con deudores en situación de especial vulnerabilidad podrán beneficiarse de una moratoria en los términos previstos en el RDL 8/2020 y el RDL 11/2020.

El deudor, a la vista de la disminución de ingresos, valoraciones de activos, ventas, EBITDA, etc. o existencia de otros incumplimientos contractuales, deberá comunicar a sus acreedores, puntualmente y con la debida transparencia, los incumplimientos actuales que de ello se deriven (declaraciones y garantías, ratios financieros, planes de negocio, eventos “MAC” o “MAE”, supuestos de vencimiento anticipado, etc.) y, en su caso, solicitar a sus acreedores un “*waiver*” puntual ante tales circunstancias. Incluso, si el impacto en su solvencia fuera de mayor calado, podrá plantear una novación de los términos de su financiación. En todo caso, observamos que, en general, las entidades acreedoras muestran flexibilidad en el corto plazo para solucionar estas cuestiones imprevistas y favorecer la continuidad y recuperación empresarial.

Es por todo ello que, ante las tensiones de tesorería, sería recomendable que las empresas, más allá de otras medidas que afecten a sus costes fijos, se anticiparan e incrementaran su liquidez, realizando disposiciones de sus actuales financiaciones *revolving* y de sus líneas de circulante, o incluso ampliándolas, a fin de ganar liquidez y, en todo caso, de forma preventiva antes de que la situación se deteriore y afecte en mayor medida a sus estados financieros, de tal manera que resulte mucho más difícil efectuar tales disposiciones por haber empeorado sus ratios y solvencia. Por otro lado, también podrían reforzarse los recursos propios mediante aportaciones de capital de los socios antes de que se incumplan los ratios pactados o, al menos, subsanar cualquier incumplimiento haciéndose con posterioridad, e incluso alternativamente mediante deuda subordinada o préstamos participativos (de estar permitidos bajo la financiación).

En cuanto a otros contratos relevantes, cuyos derechos y obligaciones puedan verse también afectados y cuya alteración tenga impacto en los contratos de financiación, habrá que analizar si la concurrencia de causa de fuerza mayor por la actual situación, permite determinados ajustes temporales en sus prestaciones sin que se disparen los efectos previstos en los contratos de



CUATRECASAS

financiación para situaciones ordinarias. El deudor diligente debe, guiado por la buena fe, intentar preservar el contenido económico y patrimonial, minimizando daños, para asegurarse así su solvencia a medio y largo plazo. Por otro lado, es poco probable que, en estos tiempos, y ante esta situación tan extraordinaria, los órganos jurisdiccionales amparen y tutelen en sus reclamaciones al acreedor intransigente fuera de los casos donde exista verdaderamente un incumplimiento del deudor y/o demás obligados que sea flagrante, grave, esencial y continuado, o estos no hayan actuado de buena fe.

En el ámbito concursal, el RDL 8/2020, previendo la falta de liquidez de muchas empresas, al menos temporalmente, y ante el riesgo del deudor de encontrarse en un estado de insolvencia, ha previsto en su art. 43.1 que, mientras dure el estado de alarma, el deudor no estará obligado a solicitar la declaración de concurso (aunque mantendrá la capacidad de hacerlo si quisiera), evitando así a los administradores las perjudiciales consecuencias a efectos de responsabilidad por no hacerlo en tiempo y forma. Adicionalmente, se suspende la facultad de los acreedores de solicitar el concurso necesario, ya que los Juzgados no admitirán a trámite las solicitudes de concurso necesario presentadas durante el estado de alarma y hasta que transcurran dos meses desde su finalización y, además, se priorizarán aquellas solicitudes de concurso voluntario del deudor.

Por otro lado, el art. 43.2 del RDL 8/2020 determina que aquellos deudores que hubieran notificado al juzgado competente el inicio de negociaciones con acreedores bajo el art. 5 bis de la ley 22/2003, de 9 de julio, concursal (“LC”), no tendrán obligación de solicitar el concurso mientras esté vigente el estado de alarma, aunque se haya superado el plazo previsto en dicho art. 5 bis de la LC. Además de la suspensión de plazos del art. 5 bis LC, se desactivan las causas de disolución mientras dure el estado de alarma y, en general, se dispone la suspensión de todos los plazos y procedimientos judiciales.

Financiación ICO, avales del Estado y línea extraordinaria CESCE

Conforme al artículo 29 del RDL 8/2020, el Gobierno ha aprobado la concesión de una serie de ayudas a las empresas y autónomos en forma de, entre otros, financiación a las mismas destinada a atender sus necesidades de liquidez, instrumentada a través de una línea de avales con garantía del Estado por un importe máximo de 100.000 millones de euros, de los cuales se ha activado (i) un primer tramo por valor de 20.000 millones de euros (ya consumido), repartido al 50% entre autónomos y PYMEs, y el 50% para empresas no PYMEs, y (ii) un segundo tramo por valor de 20.000 millones de euros destinado al 100% a autónomos y PYMEs.

Esta línea de avales será gestionada a través del Instituto de Crédito Oficial (“ICO”). Las empresas y autónomos tendrán acceso a estos avales a través de las entidades de crédito, establecimientos financieros de crédito, entidades de pago o entidades de dinero electrónico, siempre que dichas



CUATRECASAS

entidades hayan suscrito con el ICO el correspondiente acuerdo de colaboración y estén registradas y supervisadas por el Banco de España.

Podrán beneficiarse del aval aquellos nuevos préstamos y otras modalidades de financiación y renovaciones de operaciones formalizadas o renovadas a partir del 18 de marzo de 2020 otorgadas a autónomos y empresas que se hayan visto afectados por los efectos económicos del Covid-19 y cumplan determinados requisitos (domicilio social en España, no figurar en situación de morosidad en CIRBE a 31 de diciembre de 2019 y no estar sujetos a procedimientos concursal a 17 de marzo de 2020). La línea de avales podrá liberarse hasta el 31 de diciembre de 2020.

La financiación avalada se destinará a atender las necesidades derivadas, entre otros, de pagos de salarios, facturas, necesidad de circulante u otras necesidades de liquidez, incluyendo las derivadas de vencimientos de obligaciones financieras o tributarias. Hay que destacar que no se podrá aplicar a la cancelación o amortización anticipada de deudas preexistentes ni a reestructuraciones de préstamos. Como cuestión práctica, debe tenerse en cuenta, salvo cambio de criterio, que la financiación debe estar sometida a ley española si quiere beneficiarse del aval ICO. Asimismo, en caso de que el contrato de financiación esté redactado en lengua inglesa, el ICO necesitará una traducción jurada al castellano.

El aval garantizará el 80% de los nuevos préstamos y renovaciones de operaciones solicitadas por autónomos y PYMEs. Para el resto de las empresas, el aval cubrirá el 70% del préstamo nuevo concedido y el 60% de las renovaciones. El aval solo cubre el principal de la operación, de forma que el pago de intereses, comisiones u otros gastos inherentes a las operaciones quedan excluidos del mismo.

El límite máximo de la financiación dependerá del régimen aplicable de ayudas conforme a la normativa de la Unión Europea.

- A los préstamos de hasta un máximo de 1,5 millones de euros se les aplicará el régimen de ayudas *de minimis* que corresponda (existiendo límites específicos para algunos sectores como la agricultura, pesca y transporte por carretera de mercancías).
- A los préstamos por encima de 1,5 millones de euros, o para importes inferiores cuando no sea aplicable el régimen *de minimis*, se les aplica el Marco Temporal de Ayudas de Estado de la Comisión Europea de forma que las operaciones que superen dicho importe y que tengan un vencimiento posterior al 31 de diciembre de 2020, deben cumplir las condiciones alternativas siguientes:
 - El principal no debe ser superior al doble de la masa salarial en 2019; o
 - El principal no debe superar el 25% de la facturación del 2019; o
 - Si existen necesidades de liquidez debidamente justificadas, el principal puede incrementarse para cubrir las necesidades de liquidez de los 18 meses siguientes al



CUATRECASAS

momento de la concesión en el caso de las PYMEs, y de los 12 meses siguientes al momento de la concesión en el caso de empresas de mayor tamaño.

La remuneración del aval se encuentra entre 20 y 120 puntos básicos (bps), según el importe, vencimiento de la operación (entre 1 y 5 años) y consideración del beneficiario (conforme a la tabla siguiente), salvo en operaciones que no superen 1,5 millones de euros, en cuyo caso la remuneración será de 20 puntos básicos.

Beneficiario	Operación	Año 1	Años 2 y 3	Años 4 y 5	Cobertura
PYMEs y autónomos	Financiación nueva y renovaciones $\geq 1,5M$	20 bps	30 bps	80 bps	80%
Empresas de mayor tamaño	Financiación nueva $\geq 1,5M$	30 bps	60 bps	120 bps	70%
Empresas de mayor tamaño	Renovaciones $\geq 1,5M$	25 bps	50 bps	100 bps	60%

En definitiva, con los avales ICO se pretende que las entidades financieras proporcionen financiación a los autónomos y empresas para atender sus necesidades de liquidez ocasionadas por el Covid-19, con cierta rapidez y agilidad, si bien observando los criterios de concesión de préstamos que las mismas tienen.

Aquellas empresas que no reúnan los requisitos o cuya situación financiera ya estuviese deteriorada antes de la pandemia del Covid-19 y necesitasen de una reestructuración de su deuda, tendrán que acudir a mecanismos alternativos de financiación.

Otra de las medidas introducidas por el RDL 8/2020, es la creación de una línea de cobertura aseguradora otorgada por CESCE de hasta 2.000 millones de euros para empresas (pequeñas, medianas o de mayor tamaño, pero no cotizadas) que se enfrenten a problemas de liquidez o falta de acceso a la financiación como consecuencia de la crisis del Covid-19. Podrán beneficiarse de esta cobertura aquellas empresas (i) cuyo negocio internacional represente al menos 1/3 de su cifra de negocio, o (ii) sean exportadores habituales. La línea tendrá una duración de 6 meses a contar desde el 18 de marzo de 2020, deberá destinarse a nuevas necesidades de financiación (no a situaciones previas a la crisis) y el porcentaje de cobertura del riesgo no superará el 80%.

Finalmente, el RDL 15/2020, con la finalidad de fomentar el mantenimiento de las fuentes de liquidez proporcionados por los mercados de capitales y no solo a través de los canales bancarios tradicionales, ha modificado el artículo 29 del RDL 8/2020 para establecer que podrán beneficiarse de los avales mencionados anteriormente los pagarés que estén incorporados en el Mercado de Renta Fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) o en



CUATRECASAS

Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). El detalle de cómo los pagarés se beneficiarán del aval estatal está pendiente de desarrollo.

Refinanciaciones

Ante todo, entendemos que hay analizar cómo afecta el Covid-19 a los procesos de refinanciación desde dos ángulos diferentes:

- en primer lugar, hay que analizar cómo se ven afectadas las refinanciaciones que se estaban negociando en el momento en que el estado de alarma fue impuesto por el Gobierno o cuya refinanciación fue cerrada algunos meses antes de la imposición del estado de alarma (**“Refinanciaciones”**); y
- en segundo lugar, habría que analizar cómo se abordan los procesos de refinanciación que surjan como consecuencia de la crisis económica derivada de la situación actual (**“Refinanciaciones Nuevas”**).

En primer lugar, en lo que respecta a las Refinanciaciones, el Covid-19, dependiendo de la situación en que se encuentre la compañía, puede ser una oportunidad de obtener liquidez a través de las líneas abiertas por las entidades financieras al amparo del RDL 8/2020 y que se encuentran avaladas por el ICO (**“Líneas ICO”**), siempre que se cumplan los requisitos expuestos en el apartado anterior y se aplique a las finalidades previstas (es decir, que en ningún caso se apliquen los fondos obtenidos a la cancelación o amortización anticipada de deudas preexistentes).

Hay que tener en cuenta que, a través de esas Líneas ICO, la sociedad refinanciada podrá (siempre que cumpla con determinados criterios: no estar en insolvencia, no estar en CIRBE, no ser una empresa en crisis, etc.) solicitar financiación adicional que le permita no sólo cubrir costes fijos a los que tenga que hacer frente durante la crisis, sino, adicionalmente, asegurar el pago de las cuotas de amortización ordinarias de la refinanciación suscrita o de la financiación que estaba refinanciando en el momento en que surgió la crisis.

Por otro lado, las empresas que no puedan acudir a las Líneas ICO por no cumplir los requisitos, se enfrentarán casi con toda probabilidad a una situación muy complicada para llevar a buen puerto la refinanciación, ya que es probable que el plan de negocio que se tuvo en cuenta al iniciar las negociaciones con las entidades financieras no tuviese en cuenta la situación de la crisis y tenga que ser actualizado, exigiendo, casi con toda seguridad, un esfuerzo mayor por parte de las entidades financieras.

En lo que respecta a las Refinanciaciones Nuevas, entendemos que, en aquellos casos en los que se produzca una reducción de ingresos en el acreditado que impida que este pueda hacer frente



CUATRECASAS

a las cuotas de amortización ordinaria, se pedirá un “*waiver*” puntual a las entidades financieras para aplazar las cuotas de amortización ordinaria correspondientes a un periodo de tiempo de entre seis (6) y doce (12) meses. La alternativa más habitual sería prorratear los importes aplazados entre el resto de cuotas vivas que queden pendientes. En estos casos, lo usual será el aplazamiento de los pagos de principal, abonando en todo caso los intereses y cualesquiera liquidaciones de coberturas que pudieran existir.

Otra alternativa que entendemos se puede producir sería el uso de las Líneas ICO para hacer frente a los importes correspondientes a las mencionadas cuotas de amortización inmediatas.

Por último, hay que tener en cuenta que, en el caso de las Refinanciaciones Nuevas, el mecanismo mencionado en el párrafo anterior consistente en el otorgamiento de Líneas ICO permite solucionar la situación financiera y de liquidez de la compañía en el corto plazo, si bien es probable que, como consecuencia de los efectos que finalmente asolen la economía tras la finalización del estado de alarma y el más que probable descenso de ingresos a largo plazo derivado de la situación acaecida, sea necesario volver a sentarse con las entidades para reestructurar a largo plazo la deuda financiera de la compañía. Tampoco es descartable que, en caso de existir múltiples entidades financieras con instrumentos bilaterales, las entidades requieran la suscripción de un acuerdo marco que incluya a todas ellas y regule los pagos y riesgos de forma global.

Direct lending

El *direct lending* no es un fenómeno nuevo, ya que surgió con fuerza tras la crisis financiera e inmobiliaria y se ha desarrollado rápidamente en España con múltiples fondos especializados, cada uno con distintos perfiles y que se dirigen a distintos segmentos de operaciones y empresas. Gracias a estos fondos, muchas empresas e inversores han conseguido tanto liquidez a corto plazo como soluciones de financiación estructural a largo plazo. Asimismo, el coste financiero se ha ido ajustando a la baja en los últimos años, aunque siguen siendo más elevados que en las operaciones con bancos.

Esta alternativa de financiación cobra máxima relevancia en el momento actual, en el que buena parte de los fondos activos en España presentan una elevada liquidez y pueden actuar como perfecto complemento de otras vías de financiación más tradicionales y de las alternativas de liquidez que se están movilizando, tanto desde el sector público como el bancario, para paliar de urgencia las consecuencias de la crisis del Covid-19 sobre la liquidez de las empresas.

Entre las grandes virtudes de estos esquemas, especialmente cuando resulta clave la rapidez de reacción, cabe destacar su gran flexibilidad en cuanto a estructuras y tipologías. Cada operación tiende a ser individualmente diseñada para ofrecer soluciones estructuradas “*ad hoc*” para cada



CUATRECASAS

compañía, siendo a menudo transformacionales dentro de las propias estructuras de capital de las financiadas. También destacan por ser entidades muy ágiles en sus procesos de aprobación y ejecución, lo que permite implementar operaciones estructuralmente muy complejas en plazos de tiempo ajustados, como los que requieren la situación actual y las necesidades de las compañías. Muy probablemente, los bancos no tengan capacidad para atender a tiempo todas las propuestas de financiación o reestructuración que reciban de sus clientes, por lo que estos fondos serán protagonistas de muchas operaciones favoreciendo la continuidad y recuperación empresarial.

No podemos obviar su principal inconveniente (además de la complejidad estructural y la necesidad, a menudo, de regular en detalle la convivencia entre este tipo de proveedores y la banca tradicional) y es que estas operaciones presentan unos costes significativamente más elevados que los asociados a esquemas de financiación más tradicionales (máxime tras la implementación de las Líneas ICO), por lo que normalmente no están pensadas para operaciones a largo plazo. Asimismo, esta característica nos hace prever que el desembarco de estos fondos va a ser muy relevante en el medio plazo, pero no inmediato en un corto plazo en el que el primer recurso de las compañías será tratar de agotar la liquidez de alternativas de financiación con apoyo público siempre más económicas.

Este tipo de financiaciones han proliferado especialmente, y creemos que lo seguirán creciendo tras la crisis del Covid-19, fundamentalmente en el sector constructor, inmobiliario y hotelero. Nos tememos que ni el sector bancario ni las ayudas públicas satisfarán todas las necesidades de liquidez, por lo que es más que posible que abunden las financiaciones “puente” y financiaciones de otras necesidades corporativas donde los bancos no quieran o no puedan estar. También ha empezado a verse mayor proliferación de estructuras de financiación *mezzanine* complementarias a la financiación bancaria tradicional en proyectos en el sector de la energía. Aún a pesar del inconveniente del coste, nuestra recomendación sería tenerles siempre presentes, ya que pueden aportar óptimas soluciones a situaciones especiales de cualquier tipo de compañías.

Bonos *high-yield* y titulizaciones

Una de las primeras consecuencias del Covid-19 ha sido la bajada o revisión del *rating* de determinados emisores y de algunas emisiones de bonos. En concreto, ya han sido varias las agencias de calificación que han tomado acciones en relación con el *rating* de algunas entidades de crédito como consecuencia de la crisis sanitaria del Covid-19 y, tras estas actuaciones, es de esperar que las agencias de calificación sigan tomando medidas respecto de otras entidades emisoras, así como que se revise el *rating* de diversas emisiones de bonos.

Los primeros efectos de estas rebajas de *rating* que habrá que analizar son las consecuencias sobre los compromisos contractuales que se hubiesen incluido en los términos y condiciones de



CUATRECASAS

los bonos, pudiendo ser necesario, en algunos casos, llevar a cabo sustituciones de entidades de contrapartida o que se disparen las obligaciones de aportar garantías adicionales o depósito de colateral, y, por otro lado, y más importante, que el mercado de renta fija se divida aún más entre emisores con grado de inversión “*investment grade*”, y, aquellos que son “*non-investment grade*”.

Un claro ejemplo de ello es como, en las últimas semanas, hemos visto que el mercado de renta fija ha permanecido casi cerrado, salvo alguna pequeña excepción, para la mayoría de emisores “*non-investment grade*” pero, sin embargo, se ha visto como el mismo permanecía abierto para determinados emisores con grado de inversión (por ejemplo, Iberdrola, REE, Naturgy o Repsol), si bien con un coste mayor.

En este sentido, y ahondando más en la división entre emisores, es especialmente relevante el anuncio por parte del BCE de 26 de marzo de 2020 de recompra de activos (“*ECB’s pandemic emergency purchase programme*” (PEPP)), donde se establece que la recompra dirigida a bonos corporativos se circunscribe a la adquisición de aquellos que cuenten con un mínimo nivel de *rating*.

Impacto en bonos *high-yield*

Como antes apuntábamos, el mercado de bonos *high-yield* ha estado prácticamente cerrado en estas últimas semanas como consecuencia de la incertidumbre sobre los efectos económicos de esta crisis y su duración en el tiempo, lo que se traduce en dudas sobre si las compañías serán realmente capaces de generar ingresos para atender a sus obligaciones de pago.

Esto ha afectado a su vez al precio de cotización de dichos bonos en el mercado secundario que, en algunos casos, cotizan con un descuento sustancial por debajo de la par, incrementándose el diferencial respecto al cupón que pagan los mismos, y haciendo más difícil para la compañía obtener liquidez a precios competitivos y por ende incrementando la posibilidad de impago o insolvencia.

Adicionalmente, aquellas compañías que tengan bonos en circulación, deberán prestar especial atención a los *covenants* incluidos en la documentación contractual, los cuales pueden restringir su capacidad de incurrir en endeudamiento adicional, en especial, si esperan a más adelante para endeudarse, ya que el *covenant* de incurrencia en deuda adicional se basa normalmente en un ratio sobre el EBITDA de los últimos cuatro trimestres fiscales cerrados (y dada la situación de crisis, es previsible que el EBITDA de las compañías se vaya deteriorando en los próximos meses y, por ende, el ratio empeore y tengan mayores limitaciones).

Como ya hemos mencionado anteriormente, otro posible impacto, está relacionado con las bajadas de *rating*, en particular en aquellas compañías que están en la línea entre “*investment grade*” y “*non-investment grade*”, ya que, si lo pierden, es previsible que la documentación



CUATRECASAS

contemple que los *covenants* que estaban en suspenso vuelvan a ser de aplicación, dificultando incurrir en deuda adicional.

En definitiva, es importante que los emisores de bonos, así como los inversores en ellos, revisen sus necesidades de liquidez, así como su capacidad de incurrir en deuda adicional ahora y en el futuro.

Impacto en titulizaciones

Otro de los efectos que puede tener la crisis del Covid-19 es sobre las operaciones de titulización. Son diversos los ángulos en que las mismas se pueden ver afectadas.

En primer lugar, que afecte al tipo de operaciones. En los últimos años han prevalecido en España operaciones en donde las entidades de crédito centraban sus esfuerzos en la liberación de capital, ya fuesen estas operaciones sintéticas o a través de fondos de titulización en los que se buscaba una transferencia significativa del riesgo ("*SRT transactions*"). La nueva situación de los mercados de capitales y las necesidades de liquidez por parte de las entidades de crédito puede tener un primer efecto en este tipo de operaciones y que, en lugar de ver operaciones de este tipo, volvamos a ver operaciones en donde las entidades hagan emisiones con la finalidad primordial de obtener activos líquidos que les permitan tener colateral para poder llevar a descuento al BCE.

En lo que respecta a las operaciones de liquidez por parte de compañías donde éstas vendían sus facturas, tendremos que ver en los próximos meses si el mercado permanece abierto o si, por el contrario, se paralizan temporalmente este tipo de operaciones. Aquí también puede ser relevante el *rating* de los distintos cedentes.

Por otro lado, respecto a las emisiones ya en circulación, se debe prestar especial atención a los efectos que las distintas moratorias aprobadas por el Gobierno, principalmente la hipotecaria y la relativa a los préstamos al consumo, pueden tener respecto a los préstamos que han sido titulizados y cómo se instrumentan en la práctica dichas moratorias. Adicionalmente, resultan especialmente relevantes los mandatos de administración de los préstamos que han sido titulizados a los efectos de determinar los límites aplicables a las moratorias contractuales (o incluso capacidad de condonación) que sean requeridas por los clientes u ofrecidas por las propias entidades de crédito.

Derivados

A los efectos de poder hacer una valoración de cómo puede afectar (en líneas muy generales) la actual situación provocada por el Covid-19 en la cartera de derivados de cualquier entidad, en



CUATRECASAS

primer lugar, hay que identificar el contrato marco al que está sometido cada operación. En nuestro caso, nos centraremos en el Contrato Marco de Operaciones Financieras publicado por la Asociación Española de Banca (“**CMOF**”) y en el ISDA Master Agreement (versión 1992 o 2002) publicado por International Swaps and Derivatives Association (“**ISDA Master Agreement**” e “**ISDA**”, respectivamente).

En el caso de que las operaciones de derivados contratadas estén sujetas a un CMOF, conviene destacar la ausencia de previsiones específicas respecto de la falta de pago y/o entrega como consecuencia de situaciones excepcionales sobrevenidas como las originadas por la pandemia Covid-19, y, salvo pacto expreso en el Anexo I del CMOF o, en su caso, en la propia confirmación de la operación, resultará de aplicación lo previsto en el derecho civil común a los supuestos de incumplimientos contractuales.

Por su parte, las operaciones contratadas al amparo del ISDA Master Agreement disponen de una articulación contractual más desarrollada, lo que permitirá a las partes inferir soluciones a las diferentes cuestiones que les planteen la situación actual. En este sentido, el contrato marco ISDA Master Agreement contiene algunos mecanismos que podrían ser tenidos en consideración:

> *Disruption Events & Fallback Provisions*

ISDA aborda a través de sus diferentes *sets* de definiciones, una serie de supuestos de alteración que pueden afectar al normal desarrollo de la operativa contratada a su amparo (*Disruption Events*) y propone diferentes soluciones que resultarían de aplicación en cada situación (*Fallbacks*).

En este sentido, lo primero que habría que analizar es el tipo de subyacente de la operación y cuáles serían por tanto las definiciones que resultan de aplicación, verificando, asimismo, que efectivamente las partes han pactado en la propia documentación que dichas definiciones resultan de aplicación.

Las definiciones, por un lado, abordan como *Disruption Events* supuestos de alteración del mercado, de suspensión de la negociación, supuestos que impactan en la formación del precio, o que imposibilitan la propia liquidación, entre otros; y por otro lado, recogen *Fallbacks* o soluciones pre-establecidas para dichos problemas, como, por ejemplo, fijación de precios de referencia, la concesión de mayor discrecionalidad al agente de cálculo, o el establecimiento de prórrogas en la liquidación, entre otros.

> *Force Majeure Event* (Fuerza Mayor)

Respecto de la fuerza mayor en el ámbito de los contratos marco ISDA, es importante distinguir si las operaciones se encuentran suscritas al amparo del *1992 ISDA Master*



CUATRECASAS

Agreement o del *2002 ISDA Master Agreement*. Ello, porque hay diferencias significativas entre las consecuencias previstas respecto de la fuerza mayor en uno u otro contrato marco.

El *2002 ISDA Master Agreement* contempla expresamente la existencia de Eventos de Fuerza Mayor (*Force Majeure Event* - Sección 5(b)(ii)), a diferencia del *1992 ISDA Master Agreement* que no lo recoge, lo que nos llevará, en ese caso, a confirmar si ambas partes del contrato están adheridas o no al *ISDA Illegality/Force Majeure Protocol*.

El supuesto de vencimiento anticipado por Fuerza Mayor previsto en el *2002 ISDA Master Agreement* cubre aquella situación en la que una de las partes, o ambas, ve imposibilitada su capacidad para cumplir sus obligaciones de pago y/o entrega bajo el contrato marco por motivo de un supuesto de fuerza mayor o un acto del estado. Este acontecimiento debe provocar que resulte imposible o impracticable el cumplimiento de obligación específica para la parte afectada. La interpretación judicial de esta cuestión es restrictiva, debiendo de ser una situación que escape al control de la parte afectada, de manera que, si realizando sus mejores esfuerzos la parte afectada puede cumplir, debe cumplir su obligación. En el supuesto de que, por tratarse de un *Disruption Event* para el cual exista un *Fallback*, las partes hayan previsto la misma en el propio contrato, o resulte de aplicación en defecto de pacto por aplicación expresa de determinadas definiciones, debería seguirse lo dispuesto en el *Fallback*.

Adicionalmente, resulta relevante señalar que, a los efectos de determinar la aplicación o no del supuesto de Fuerza Mayor, hay que analizar también el efecto que la situación concreta tiene en el resto del contrato y, en particular, la prevalencia de dicha Fuerza Mayor y los supuestos de incumplimiento o *Events of Default* del mismo.

> *Waiting Period*

En caso de considerarse que concurre un Evento de Fuerza Mayor de conformidad con la documentación, el *2002 ISDA Master Agreement* prevé la aplicación de prórrogas y periodos de espera antes de poder activarse el vencimiento anticipado de la operación u operaciones afectadas.

Conviene destacar que estas salvaguardas podrían no resultar de aplicación a las obligaciones de aportación de colateral que las partes tuvieran acordadas, conllevando para algunas contrapartes obligaciones verdaderamente gravosas de aportación adicional de garantías, cuyos incumplimientos, habitualmente, conllevan una causa de vencimiento anticipado del contrato marco. En este sentido, es preciso revisar los términos acordados al amparo del correspondiente *Credit Support Annex (CSA)* o el Acuerdo de Realización de Cesiones en Garantía, Anexo III al CMOF, de manera que las partes tengan claro qué tipo de



colateral deberían de aportar, monedas, porcentajes de valoración, y, en su caso, las posibilidades de sustitución sobre ese colateral.

Non-performing loans (NPLs)

Resulta evidente que lo acaecido en las últimas semanas ha supuesto un vuelco en las estrategias de la banca española, reorientando sus prioridades a la acumulación de liquidez para poder atender las necesidades de financiación de empresas y personas físicas afectadas por el Covid-19, dejando de lado temporalmente otras actuaciones como es la disposición de activos improductivos, principalmente préstamos de dudoso cobro o NPLs.

Hay, además, al menos cuatro factores que, a nuestro juicio, inciden en la paralización, entendemos temporal, en la venta de portfolios de NPLs, como son (i) las moratorias en el pago de hipotecas y alquileres; (ii) la incertidumbre del impacto del Covid-19 en la valoración de activos inmobiliarios; (iii) el impacto en contratos de arrendamiento de viviendas titularidad de los llamados grandes tenedores de viviendas; y (iv) el aumento del desempleo y su impacto en la capacidad de pago por parte de personas físicas. Todo lo anterior dificulta la valoración de estos activos por parte de los fondos de inversión compradores o, al menos, alcanzar valoraciones que no impliquen pérdidas adicionales al nivel de las provisiones en los balances de las entidades vendedoras. Asimismo, habrá que estar atento a la reacción normativa desde las CC.AA. y a nivel local, que podría generar efectos adicionales sobre los colaterales inmobiliarios.

No obstante, creemos que hay varios factores que deberán dinamizar la actividad en este sector en cuanto pase la inestabilidad generada por el Covid-19 y son (i) los 60.000 millones de euros de NPLs actualmente en los balances de la banca española y los compromisos con las autoridades bancarias de proceder a la desinversión que se mantienen vigentes y que deberán atenderse por parte de las entidades, (ii) la aceleración del mercado secundario por parte de los fondos que han adquirido las carteras de NPLs estos años, inmersos muchos de ellos en rotación de sus propias carteras, y (iii) las reestructuraciones en las financiaciones de carteras de NPLs y potenciación de estructuras de titulización.

Y no debemos perder de vista que esta crisis económica implicará en el medio plazo, y una vez finalizadas las medidas de flexibilización propuestas en materia de provisiones por parte del Banco Central Europeo, un incremento en los volúmenes de NPLs, por lo que creemos que se mantendrá un elevado nivel de actividad en este ámbito.

Por último, creemos que esta situación conllevará cambios relevantes en las estrategias de gestión de estas carteras, debiendo acomodar sus fórmulas de recuperación a la nueva realidad económica y muy posiblemente a una menor valoración de los colaterales. Creemos también que



CUATRECASAS

aquellas empresas de *servicing* que reaccionen con mayor agilidad, podrán ganar cuota de mercado en un sector que ya cuenta con un elevado nivel de madurez, como es el español.

Operaciones “*distressed*”: adquisición de deuda, homologación judicial y *debt-for-equity swaps*

Las estrategias “*distressed*” pueden ser de muy distinta índole, generalmente pasan por la toma de posiciones de control por parte de los fondos de crédito en las estructuras de capital de las compañías *target*, compañías generalmente con un elevado endeudamiento, pero operativamente viables. Estas operaciones de adquisición de la deuda de las *targets* pueden resultar en muchas ocasiones en la refinanciación de la compañía mediante la conversión total o parcial de deuda en acciones (*debt-for-equity swaps*) para tomar así el control de la *target*.

Estas operaciones pueden revestir gran complejidad práctica desde un prisma jurídico y financiero, pues requieren la adopción de una táctica de toma de control adaptada a la *target* y un pormenorizado análisis de la estructura de capital de la compañía, su actividad, la industria en la que opera y la capacidad de la *target* de generar flujos de caja futuros.

Desde un prisma legal debemos realizar las siguientes consideraciones generales que deberán ser objeto de análisis en todo caso:

Adquisición de deuda

Una vez eliminadas las restricciones existentes en el artículo 122.1.2 de la LC (que limitaba la capacidad de voto de los cesionarios de derechos adquiridos tras la declaración de concurso cuando no se hallaban “sometidos a supervisión financiera”), no existen restricciones relevantes para la adquisición de créditos, más allá de las que puedan estar previstas en los contratos de financiación y demás documentación financiera. No obstante, los inversores deberán seguir tomando en consideración lo siguiente:

- Los cesionarios de aquellos créditos adquiridos a “personas especialmente relacionadas” (“PER”) con el deudor dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso, serán considerados PER y, por ende, sus créditos subordinados en el concurso del deudor (y probablemente también en un proceso de homologación judicial sin perjuicio de que la norma no realiza una referencia expresa en este sentido).
- El artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria al establecer que únicamente podrán ser beneficiarios de las hipotecas flotantes reguladas por dicho artículo “entidades financieras a las que se refiere el artículo 2 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario” y “administraciones públicas” limita la posibilidad de que otras entidades



CUATRECASAS

distintas de aquéllas puedan ser titulares de las mismas (por ejemplo, fondos de inversión). Esto implica, a su vez, que aquellos fondos de inversión que adquieran créditos en el mercado secundario que se encuentren garantizados por estas hipotecas, no podrán ser beneficiarios. Esto exigirá la búsqueda de alternativas, tales como la suscripción de contratos de sub-participación u otros acuerdos similares.

Homologación judicial

Esta figura, regulada en la Disposición Adicional 4ª de la LC, constituye un mecanismo de uso común en las refinanciaciones en España, ya que permite extender una serie de efectos pactados entre un deudor y sus acreedores a las entidades financieras no participantes o disidentes, incluidas aquellas que estén garantizadas por garantía real.

La homologación requiere del cumplimiento de una serie de requisitos formales y materiales, entre los que destaca que haya sido suscrito por acreedores que representen el 51% de los pasivos financieros, sin perjuicio de que, para extender sus efectos, sean necesarias las mayorías que se establecen en la LC. Por lo que se refiere a los efectos que el acuerdo homologado producirá respecto de los acreedores disidentes, la norma distingue en función de si el acreedor goza o no de garantías reales. En función de si se alcanzan determinadas mayorías o no, varía el alcance de lo que se puede imponer a los acreedores disidentes.

Financiación “*distressed*” y el privilegio de dinero nuevo

El privilegio del denominado “fresh money” se concede a los nuevos ingresos de tesorería concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación, con el siguiente régimen de privilegio: 50% de los nuevos ingresos de tesorería recibirá la consideración de crédito contra la masa y el restante 50% pasará a tener la consideración de crédito con privilegio general. No tendrían esta consideración los realizados por el propio deudor o por persona especialmente relacionada con él.

Capitalización de créditos (“*debt to own*”)

La LC potencia la capitalización de créditos en el seno de un acuerdo de refinanciación, incluyendo una serie de medidas que, por un lado, pretenden clarificar la situación de los acreedores que opten por dicha estrategia de refinanciación, sobre todo en lo relativo a su consideración como “persona especialmente relacionada”, y, por otro lado, incentivan esta alternativa y su aceptación por los deudores y sus socios como mecanismo de refinanciación. Sin perjuicio de ello, a raíz de las medidas adoptadas por el Gobierno de España para hacer frente a los efectos del Covid-19, los inversores que realicen este tipo de operación deberán tener en consideración los controles relativos a las “inversiones extranjeras directas” y su régimen de autorización que también afectarán a estas operaciones.



CUATRECASAS

A estos efectos, se considera “inversión extranjera directa” a la:

- > realizada por un (i) no residente en la UE / EFTA o (ii) residente en la UE / EFTA cuya titularidad real pertenezca a un no residente;
- > cuando pase a ostentar, al menos, 10% del capital de la sociedad, o participe de forma efectiva en la gestión o el control de la sociedad;

en cualquiera de estos dos escenarios:

- > La inversión afecte a uno de los “principales sectores estratégicos de España”.
- > El inversor (i) esté controlado por el gobierno de un tercer país, (ii) participe en sectores que afectan al orden público, la seguridad pública o la salud pública de otro Estado miembro, o (iii) haya sido objeto de un procedimiento, administrativo o judicial, en otro Estado por ejercer actividades delictivas o ilegales.

Seguramente no de forma inmediata, pero si la actual crisis de liquidez no se soluciona en el corto plazo con la reactivación económica, las ayudas financieras previstas no serán suficientes para muchas empresas y ello acabará afectando a la estructura de capital, requiriendo una refinanciación de mayor calado de la deuda para determinar el nivel de deuda sostenible y propiciando una nueva oleada de estas operaciones *distressed* para atender situaciones complejas y financieramente críticas. Es en estos procesos donde la intervención de los fondos *distressed* puede aportar mayor valor en el proceso de recuperación empresarial.

Para obtener información adicional sobre el contenido de este documento puede dirigirse a su contacto habitual en Cuatrecasas

©2020 CUATRECASAS

Todos los derechos reservados.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en él no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas

