

Introducción a los contratos de crédito sindicado en el mercado financiero internacional*

RAFAEL LENGUA PEÑA

Abogado por la Universidad de Lima,
LL.M. (James Kent Scholar) por Columbia Law School.
Miembro Asociado de **ADV Editores**.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Proceso de Sindicación.
 1. Pre-Mandato.
 2. Post-Mandato.
 3. Post-Firma.
- III. Tipos de Contrato de Crédito Sindicado.
 1. Préstamos a Plazo.
 2. Facilidad Crediticia Revolvente.
- IV. Estructura del Contrato de Crédito Sindicado
 1. Intereses.
 2. Comisiones.
 3. Cláusulas de protección del spread.
 4. Prepago.
 5. Declaraciones y garantías.
 6. Condiciones precedentes.
 7. Covenants.
 8. Eventos de incumplimiento.
 9. Administración del préstamo y relaciones entre el sindicato.
 10. Modificación del contrato de crédito.
 11. Transferencia de los Préstamos.



* Agradezco los comentarios de Guillermo Cabieses a una versión preliminar de este artículo.

I. INTRODUCCIÓN

Los créditos sindicados son préstamos otorgados de manera individual por un grupo de prestamistas, pero regulados bajo un solo contrato de crédito, que combinan las características de los financiamientos bancarios tradicionales con las de emisiones de bonos.¹ Son estructurados y organizados por uno o varios *arrangers*² y administrados por un agente administrativo que usualmente es el mismo *arranger*. Su principal ventaja es que permiten la distribución del riesgo crediticio entre varias instituciones financieras sin necesidad de satisfacer los requerimientos de revelación de información exigidos a las emisiones de bonos en el mercado de capitales internacional.

El mercado de créditos sindicados comenzó a desarrollarse en la década de los 70s producto del exceso de dólares generado como consecuencia de una política monetaria expansiva en los Estados Unidos de América y del fuerte incremento en el precio del petróleo. En su etapa inicial, los créditos sindicados fueron básicamente un mecanismo de financiamiento internacional a países emergentes. Desde comienzos de la década de los 70s hasta mediados de 1982, el mercado de créditos sindicados creció exponencialmente hasta alcanzar los US\$42,000 millones. Sin embargo, la moratoria de México en 1982 y los problemas experimentados por varios países emergentes con respecto al pago de sus deudas afectaron fuertemente el mercado de créditos sindicados para soberanos prácticamente eliminando la oferta existente. A partir de ese entonces los soberanos optaron por financiarse vía emisiones de bonos. Luego de la restructuración de las deudas soberanas de los países emergentes a través del "Plan Brady", el mercado de créditos sindicados

comenzó a crecer nuevamente, pero esta vez orientado hacia el sector privado. La sofisticación de las instituciones financieras en el monitoreo de los riesgos, así como el uso y estandarización de *covenants* y otras disposiciones encaminadas hacia la protección del *spread* de los bancos contribuyó bastante al desarrollo del mercado de créditos sindicados durante la década de los 90s. Durante esta década también se desarrollaron técnicas sofisticadas para monitorear el desempeño de los préstamos y los deudores, lo cual contribuyó al desarrollo de un mercado secundario y permitió la participación de entidades distintas a los bancos tradicionales. Finalmente, el desarrollo de mecanismos de transferencia de riesgos como titulizaciones y *credit default swaps* expandieron el universo de instituciones interesadas en participar en el mercado de créditos sindicados. Según Dealogic, desde principios de los 90s hasta comienzos del siglo XXI, el mercado de créditos sindicados se triplicó hasta totalizar \$1.6 billones en el 2003. Producto de la fuerte demanda de créditos inmobiliarios y créditos para adquisiciones por parte de fondos de *private equity*, el mercado de créditos sindicados continuó creciendo fuertemente hasta el 2007 cuando alcanzó la cifra record de US\$4.6 billones. Como consecuencia de la explosión de la crisis financiera mundial el mercado de créditos sindicados se contrajo fuertemente mostrando una ligera recuperación durante el 2010. Durante la primera mitad del 2012, el volumen global de créditos sindicados totalizó US\$1.69 trillones, lejos aún de la cifra record alcanzada en el 2007.

El mercado primario de créditos sindicados está dominado por bancos comerciales con una creciente participación de bancos de inversión, fondos de inversión y entidades multilaterales. El mercado secundario cuenta con la parti-

1. Ver Dennis & Mullineaux, *Syndicated Loans*, Journal of Financial Intermediation No. 9, pp. 404-426 (2000); Gadanez, *The syndicated loan market: structure, development and implications*, BIS Quarterly Review, December 2004; y Buchheit, *How to Negotiate Eurocurrency Loan Agreements*, International Financial Law Review Euromoney Publication PLC (2000).
2. El *arranger* es responsable de asesorar al prestatario sobre el tipo y estructura del financiamiento. Asimismo, se encarga de negociar los términos del financiamiento y, generalmente, de syndicar el préstamo con otros prestamistas. El *arranger* siempre participa como prestamista y, usualmente, es un banco que tiene una relación con el prestatario.

cipación de tres tipos de actores, a saber: (i) creadores de mercado - *market-makers* -, que típicamente son grandes bancos comerciales o de inversión que se comprometen a invertir sus propios recursos para crear liquidez; (ii) *traders* activos que son entidades financieras que realizan constantemente transacciones por su propia cuenta y para su propio beneficio; y (iii) *traders* ocasionales que pueden participar ocasionalmente en el mercado como vendedores o compradores. Por la calidad crediticia de los deudores, el mercado de créditos sindicados se suele dividir en dos sub-mercados: el mercado de deudores grado de inversión - *investment grade*- y el mercado apalancado - *leveraged* -.

II. PROCESO DE SINDICACIÓN

Hay tres fases en la sindicación de un crédito en el mercado financiero internacional: pre-mandato, post-mandato y post-firma.

1. Pre-mandato.

La primera fase, conocida como "pre-mandato", es aquella durante la cual se discuten y acuerdan los detalles generales de la potencial transacción. En esta fase se busca identificar las necesidades de financiamiento del prestatario, se formulan requerimientos a los potenciales *arrangers* para que realicen propuestas de financiamiento - denominadas *request for proposals* o RFPs -, se analiza y aprueba el perfil crediticio del prestatario, los potenciales *arrangers* presentan sus propuestas de financiamiento y el prestatario otorga el mandato al *arranger* que presentó la propuesta de precio y estructura más atractiva.

La designación del *arranger* se instrumentaliza mediante la suscripción de un *Mandate Letter* - denominada también *Commitment Letter* - y

unfee letter entre el *arranger* y el prestatario, así como también a través de la elaboración de un *term sheet*.

Mandate/Commitment Letter. El contenido de la *Mandate Letter* varía dependiendo de si el *arranger* asume el mandato de usar sus "*best efforts*" para organizar el financiamiento o si el *arranger* se compromete a garantizar - "*underwrite*" - el financiamiento, así como también en función al tipo de financiamiento procurado. Las disposiciones normalmente contenidas en la *Mandate Letter* incluyen: (i) acuerdo para garantizar el financiamiento - "*underwrite*" - o usar sus "*best efforts*" para organizar el financiamiento; (ii) designación y rol de los *arrangers*, montos comprometidos y exclusividad; (iii) condiciones precedentes a la obligación de desembolso; (iv) aspectos vinculados con la sindicación del crédito - incluyendo la preparación de un *information memorandum*, presentaciones a los potenciales prestamistas, *clear market*³ y estrategia de sindicación -; y (v) reembolso de costos y gastos e *indemnity* por reclamos de terceros.

Term sheet. Conjuntamente con la *Mandate Letter* se prepara un *term sheet* en el cual se delimitan los términos del financiamiento. Esencialmente, en el *term sheet*, se establece quiénes serán las partes involucradas en el financiamiento, cuáles serán sus roles y se fijan los principales términos comerciales del financiamiento - ej. tipo de financiamiento, monto del financiamiento, tasa de interés, *covenants* financieros, paquete de garantías -.⁴

Fee Letter. El *fee letter* es un documento suscrito entre el prestatario y el *arranger* que contiene las distintas comisiones que el prestatario deberá pagar al *arranger* por sus servicios y, en algunos casos, una disposición a favor del

3. El *clear market* es una restricción asumida por el prestatario a favor del *arranger* para protegerlo del riesgo que potenciales financiamientos competitivos (i.e., otros financiamientos sindicados o emisiones de bonos similares) pueda afectar el marketing y sindicación del préstamo.

4. Ver *Guide to Syndicated Loan Agreements*, Loan Market Association (LMA), en http://www.lma.eu.com/uploads/files/Introductory_Guides/Guide_to_Par_Syndicated_Loans.pdf.

arranger, conocida como *market flex*. El *fee letter* es un documento sumamente confidencial que normalmente sólo conocen el *arranger* y el *prestatario*.

Las comisiones que típicamente se pagan al *arranger* son: (i) *underwriting arrangement fee* en compensación por el compromiso desembolsar u organizar el préstamo; (ii) *administration fee* para compensar el rol del *arranger* como agente administrativo –cuando éste actúe como tal; y (iii) *rollover fee*, pagada en financiamientos puente para compensar a los prestamistas si se extiende el plazo del préstamo a más de un año. En el caso de financiamientos para adquisición se suelen pagar también las siguientes comisiones: (i) *alternative transaction fee* en el caso de financiamientos para adquisición si el prestatario completa la adquisición sin usar al *arranger* para conseguir el financiamiento; y (ii) *break-up fee* para compensar al *arranger* si la adquisición no se completa.

El *market flex* es una disposición que siempre se incluye en los *fee letters* cuando el *arranger* asume el compromiso de desembolsar el préstamo –*underwrite*–, aunque algunas veces está presente en financiamientos sindicados bajo la modalidad “*best efforts*”. Básicamente, el *market flex* permite al *arranger* cambiar los términos acordados en el *Commitment Letter* y el *term sheet* en función a variaciones en las condiciones de mercado que dificulten o imposibiliten la sindicación del préstamo. La flexibilidad otorgada al *arranger* es normalmente limitada, aunque recientemente se ha expandido como respuesta a cambios adversos en las condiciones de mercado durante la pasada crisis financiera. Habitualmente, el *market flex* permite aumentar el *spread* o colocar el préstamo por debajo de par –*price flex*–, cambiar ciertos términos del financiamiento –*terms flex* y modificar ciertos aspectos de la estructura del financiamiento –*structural flex*–. La determinación sobre cuándo se aplica el *market flex* – i.e., quién puede ejercerlo, cuándo se puede ejercer y qué significa “*successful syndication*” – y el plazo durante el cual estará vigente son, normalmente, aspectos bastante negociados entre los *arrangers* y potenciales prestatarios. Usualmente, el *market*

flex se extiende hasta noventa – 90 – días luego de cerrado el financiamiento, lo que en la práctica implica que el contrato de crédito deberá modificarse si el *arranger* invoca el *market flex*.

1. Post-mandato.

La segunda fase, denominada como post-mandato, comienza luego que el prestatario otorga el mandato al *arranger*. En esta fase se negocian los documentos de la transacción, entre los que se encuentran el contrato de crédito, se efectúa un *due diligence* del prestatario, y se realiza el proceso de sindicación del crédito, incluyendo la preparación del *offering memorandum*, reuniones con potenciales prestamistas y construcción del libro de demanda.

2. Post-firma.

La última fase comienza luego de firmado el contrato de crédito y demás documentos de la transacción. Durante esta fase se deben satisfacer las condiciones precedentes, incluyendo el envío de los requerimientos de desembolso. Esta fase suele ser corta, aunque en cierto tipo de financiamientos – ej. financiamientos de proyectos o para adquisición – puede tardar varios meses.

III. TIPOS DE CONTRATO DE CRÉDITO SINDICADO

Hay dos grandes categorías de préstamos: los préstamos a plazo (*term loans*) y las facilidades crediticias revolventes – *revolving loan facilities* –. Los créditos sindicados pueden contener sólo un préstamo a plazo, una facilidad crediticia revolvente, o una combinación de ambas o varios préstamos en una categoría – ej. múltiples préstamos a plazo en diversas monedas y/o con diferentes plazos –.

1. Préstamos a plazo.

Mediante un préstamo a plazo los prestamistas prestan una cantidad de dinero fija al prestatario por un periodo de tiempo determinado, el cual usualmente oscila entre cinco – 5 – y ocho – 8 – años. En este tipo de

facilidad crediticia regularmente se faculta al prestatario para que, por un corto periodo de tiempo – conocido como “*availability period*” o “*commitment period*” –, solicite uno o varios desembolsos hasta el límite de la facilidad crediticia, aunque en la práctica se tiende a solicitar el íntegro del monto disponible en un solo momento. El repago del principal puede realizarse en cuotas –en cuyo caso la facilidad crediticia se conoce como “*amortizing*”– o al final del plazo del préstamo –en cuyo caso la facilidad crediticia se conoce como “*bullet*”. Luego de repagado el préstamo, el prestatario no está facultado para solicitar nuevos desembolsos bajo la facilidad crediticia.

Los préstamos a plazo normalmente se clasifican en *Term A loans*, *Term Bloans* y *Term Cloansen* función a las características del préstamo.

Term A loan. Préstamo hecho a plazos que fluctúan entre cinco – 5 – y seis – 6 – años y que debe ser amortizado periódicamente – usualmente se amortiza entre 5% y 20% cada año en cantidades incrementales hasta el vencimiento. La tasa de interés es normalmente más baja que en financiamiento a corto plazo o *Term Bloans* y *Term Cloans*, si hay una facilidad crediticia revolvable vinculada, normalmente se paga la misma tasa.

Term B loan. Préstamo hecho por prestamistas que buscan mantener el préstamo hasta su vencimiento –usualmente entre seis – 6 – y siete – 7 – años– para maximizar el retorno y que, por ende, no esperan que se les repague el principal antes del vencimiento –aunque usualmente se establece el repago de cantidades mínimas del principal cada año. La tasa de interés es frecuentemente más alta que en *Term A loans* y se suele establecer una penalidad por prepago entre 1% y 2% si se prepaga en el primer año.

Term C loan. Préstamos bastante similares a los *Term B loans*, aunque bastante menos comunes en el mercado. La diferencia fundamental es que no hay amortización del principal y los prestamistas pueden negarse a aceptar un prepago.

2. Facilidad crediticia revolvable.

Bajo una facilidad crediticia revolvable el prestatario está facultado a solicitar préstamos hasta por una cantidad determinada de dinero dentro de un periodo específico de tiempo. A diferencia de un préstamo a plazo, en una facilidad revolvable está permitida la solicitud de nuevos desembolsos luego de repagado el préstamo dentro del plazo de la facilidad crediticia hasta por el monto acordado. Cada préstamo es desembolsado por un periodo específico de tiempo, usualmente uno, tres o seis meses, luego del cual debe ser técnicamente repagado. El repago se realiza periódicamente o al final del plazo.

Existen algunos sub-tipos de facilidades crediticias revolvables que, en algunos casos, están sujetas a límites distintos.

Borrowing-base loan. Préstamo revolvable cuyo límite máximo está dado por los activos que respaldan cada desembolso y que se encuentran afectos a una garantía mobiliaria local o prenda fuera del Perú. Los activos típicamente utilizados para respaldar los desembolsos – conocidos como “*borrowing base*” – son cuentas por cobrar e inventario definidos como “elegibles” en el contrato de crédito respectivo.

Swingline loan. Préstamo a muy corto plazo – usualmente menos de 5 días hábiles – para el manejo de tesorería, particularmente para el pago de deudas próximas a vencer ante escenarios complicados de liquidez. Usualmente, es proporcionado por el agente administrativo – conocido en este rol como “*swingline lender*” –, a tasas más altas que las demás facilidades bajo el contrato de crédito y se desembolsa el mismo día de la solicitud.

Roll-over loan. Préstamo revolvable utilizado para refinanciar otro préstamo revolvable que ha sido previamente desembolsado en misma moneda y que vence en el día de desembolso. Las condiciones para desembolsar este tipo de préstamo son usualmente menos onerosas, pues el dinero ha sido previamente desembolsado por los prestamistas.

Letter of credit facility. Garantía utilizada para operaciones de comercio exterior que se otorga bajo una facilidad crediticia revolvente y se considera como utilización de la línea.

IV. ESTRUCTURA DEL CONTRATO DE CRÉDITO SINDICADO

1. Intereses.

Por una convención en el mercado financiero internacional, conocida como "fondeo calzado" o "matched funding", en los créditos sindicados siempre se asume que los prestamistas van a financiar los préstamos –tanto en la fecha del desembolso como en las fechas de pago posteriores– mediante la obtención de un depósito equivalente en el mercado interbancario de Londres que calce con cada periodo de intereses – matching eurodollar deposit –⁵ por el cual pagarán la correspondiente tasa para depósitos en el mercado interbancario de Londres – London Interbank Offered Rate o LIBOR –⁶. Esta convención aplica para los créditos sindicados negociados en el mercado internacional independientemente del costo real de fondeo de cada prestamista, el cual, como resulta evidente, variará dependiendo de diversos factores tales como el perfil crediticio del prestatario y los fondos efectivamente para

fondear el préstamo – ej. Depósitos a la vista, depósitos a plazo, préstamos de terceros –.

La tasa de interés aplicable para cada periodo de intereses será igual a la LIBOR para dicho periodo – i.e., 1, 3 o 6 meses – más un margen o *spread* basado en el riesgo crediticio del prestatario y el retorno esperado por los prestamistas. El *spread* puede ser fijo por el plazo del préstamo – "flat rate" – o variable en función de cambios en el rating crediticio, test financieros – ej. ratio de apalancamiento – o el precio de los *credit default swaps* referidos al prestatario que se negocian en el mercado *over-the-counter* ("grid pricing"). El mecanismo aplicable a la determinación de la tasa de interés de préstamos sindicados se conoce como "cost-margin pricing".⁷

Basado en los conceptos de *matched funding* y *cost-margin pricing*, los periodos de intereses en contratos de crédito sindicado se dividen generalmente en periodos de un – 1 – mes, tres – 3 – meses y seis – 6 – meses, pues son esos periodos por los cuales los prestamistas normalmente pueden conseguir depósitos equivalentes en el mercado interbancario. La tasa de interés para cada periodo de interés será calculada por el agente administrativo dos – 2 – días hábiles antes de cada fecha de pago de intereses mediante la determinación de la

5. Es importante notar que existen entidades que participan en el mercado de créditos sindicados pero no en el mercado interbancario de Londres (ej. *hedge funds*, *collateralized loan obligations*, *high yield funds*) y que, por ende, están interesadas en el retorno total y no en el *spread*. Estas entidades usualmente exigen que se incluyan pisos que limiten la caída de LIBOR.
6. La LIBOR para préstamos en dólares de los Estados Unidos de América que normalmente se utiliza en los contratos de crédito sindicado es aquella calculada por la *British Bankers' Association* (BBA) y conocida bajo la denominación "BBA LIBOR". La BBA LIBOR se calcula de manera diaria mediante encuestas enviadas a los dieciocho (18) bancos miembros del panel creado por la BBA y que son participantes activos en el mercado de Eurodólares (i.e., Bank of America, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd, Barclays Bank plc, BNP Paribas, Citibank NA, Credit Agricole CIB, Credit Suisse, Deutsche Bank AG, HSBC, JP Morgan Chase, Lloyds Banking Group, Rabobank, Royal Bank of Canada, Société Générale, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, The Norinchukin Bank, The Royal Bank of Scotland Group y UBS AG) a los cuales se les pregunta a qué tasa podrían tomar préstamos en el mercado interbancario de Londres para una determinada moneda y plazo si para tal efecto solicitaran y luego aceptarían de ofertas interbancarias justo antes de las 11:00am. Luego de recibidas las respuestas, la BBA elimina las 4 tasas más altas y las 4 tasas más bajas y calcula un promedio con las tasas restantes.
7. Ver Wall & Geary, *Interest rate options, funding practices and yield protection*, 1 Int'l Fin. L. Rev. 20 1982; Mugasha, *The Law of Multi-Bank Financing: Syndicated Loans and the Secondary Loan Market*, Oxford University Press (2007); Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, London Sweet & Maxwell, 2nd Ed. (2007); y Buchheit, pp. 13-14.

LIBOR aplicable a dicho periodo más el *spread*. El monto exacto de intereses que deberá ser pagado por el prestatario será igual a (x) la tasa de interés calculada por el agente administrativo multiplicada por (y) el principal multiplicada por (z) los días transcurridos en el periodo utilizando la convención pactada en el contrato de crédito –usualmente los días actualmente transcurridos basados en periodos mensuales de 30 días y años de 360 días.

2. Comisiones.

Además del *spread* sobre LIBOR, los prestamistas reciben algunas comisiones – *fees* – que tienen como finalidad retribuir a los prestamistas por otros aspectos.

Los tres tipos de comisiones en créditos sindicados son *commitment fees*, *facility fees* y *utilization fees*.⁸

Commitment fees. Este tipo de comisiones se pagan cuando los prestamistas están obligados a desembolsar el préstamo hasta el límite acordado en retribución por el compromiso de desembolso y utilización de sus líneas para fines regulatorios y contables. Se calculan sobre la base de una tasa anual acordada en el contrato de crédito tomando en consideración el monto promedio del préstamo no desembolsado.

Facility fees. Se pagan sobre el total del préstamo comprometido en facilidades crediticias revolventes cuando las partes no esperan que la facilidad crediticia sea utilizada de manera extensa o cuando se permiten ofertas competitivas de tasa de interés para beneficio del prestatario.

Utilization fees. Normalmente aplica en facilidades crediticias revolventes concedidas a prestatarios que tienen grado de inversión que

no se espera serán altamente utilizadas. En este tipo de facilidades crediticias se pacta un *fee* menor que el que aplicaría si el uso esperado del préstamo fuera mayor ayudando a que los prestatarios puedan revelar al mercado un *spread* menor que el que efectivamente se está pagando. Esta comisión compensa a los prestamistas por el menor retorno si la frecuencia de uso de la facilidad crediticia aumenta.

3. Cláusulas de protección del *spread*.

Como hemos explicado anteriormente, en los créditos sindicados se asume que el retorno esperado de los prestamistas está dado únicamente por el *spread*. En consecuencia, la práctica de mercado siempre ha sido asignar a los prestatarios el riesgo de eventos *ex post* que puedan afectar el *spread*, sea por incrementos en el costo de fondeo no compensados con un incremento equivalente en la LIBOR o por pérdidas o eventos que de alguna otra manera reduzcan el *spread*. Para tal efecto, los contratos de crédito sindicado siempre incluyen una serie de disposiciones conforme a las cuales la tasa de interés base – i.e., LIBOR – puede ser ajustada y que obligan al prestatario a indemnizar a los prestamistas si durante la vida del préstamo ocurre algún evento que pueda reducir el *spread*. Estas disposiciones, conocidas con “*spread/yield protection*”, son la principal diferencia entre los contratos de crédito sindicado en el mercado financiero internacional y los contratos de crédito negociados íntegramente en el mercado peruano, aunque cabe destacar que existen algunas cláusulas para la protección del *spread* que se tiende a incluir en contratos de crédito negociados en el mercado local – ej. incremento de costos –.

Existen múltiples disposiciones contractuales para la protección del *spread* que son estándar y generalmente aceptadas en el mercado.⁹ Estas

8. Estas comisiones son distintas de las comisiones que se pagan al arranger y los demás prestamistas que actúen como líderes normalmente en retribución por su labor de estructuración y sindicación del préstamo. Ver *Finance Fundamentals: Commitment Fees v. Facility Fees v. Utilization Fees*. PLC Finance (2012).

9. MUGASHA, p. 214.

disposiciones varían sutilmente dependiendo del lugar de constitución del prestatario y del lugar donde se sindicará la mayoría del préstamo. A continuación presentamos una breve descripción de las cláusulas estándar y generalmente aceptadas en el mercado para la protección del *spread*.

3.1 *Market disruptiono eurodollar disaster clause.*

Esta cláusula, conocida como "*market disruption*" o "*eurodollar disaster clause*", proporciona a los prestamistas un mecanismo alternativo para determinar la tasa de interés si ocurre un evento que: (i) altere sustancialmente los mercados financieros haciendo imposible la determinación de la LIBOR (ii) cause que el costo de fondeo real – *matched funding* – de los prestamistas en el mercado interbancario sea superior a la LIBOR. Puede ser invocada por el agente administrativo, si éste determina que no puede calcular la LIBOR para un periodo de intereses determinado si se lo solicitan un grupo de prestamistas –generalmente con una participación en el préstamo de 33% o 50%– argumentando que la LIBOR no refleja adecuadamente su costo de fondeo. La consecuencia en caso se invoque esta cláusula será, primero, dejar sin efecto la LIBOR para la determinación de la tasa de interés y, segundo, cualquiera de las siguientes posibilidades: (i) proceder a convertir el préstamo basado en LIBOR en un "*base rate loan*" utilizado para financiamientos domésticos en los Estados Unidos de América;¹⁰ (ii) calcular el costo de fondeo para cada prestamista utilizando aquella fuente de fondeo que cada prestamista razonablemente seleccione y aplicar el *spread* sobre dicho costo; o (iii) negociar una nueva tasa de interés entre los prestamistas y el prestatario.

La racionalidad de esta cláusula es el proteger el *cost-margin pricing* al proporcionar a los prestamistas un mecanismo contractual para ajustar la tasa de interés *ex post* para efectos de reflejar su costo de fondeo real y preservar su retorno esperado. Esta cláusula típicamente era considerada como una de aquellas cláusulas que nunca sería invocada. Sin embargo, los efectos de la pasada crisis financiera –particularmente la insolvencia de Lehman Brothers en septiembre del 2008– hicieron que esta cláusula se convirtiera en una de particular importancia para los prestamistas¹¹ porque durante el último trimestre del 2008 hubieron indicaciones que la LIBOR estaba por debajo de la tasa de interés que los prestamistas pagaban por depósitos de Eurodólares. Esto se produjo, principalmente, porque por razones reputacionales los bancos miembros del panel de la BBA no querían reportar su real costo de fondeo dado que reportar tasas de interés elevadas podía señalar al mercado que tenían problemas financieros, particularmente de liquidez.¹²

Recientemente, como respuesta a las insolvencias bancarias y crisis experimentadas hacia finales del 2008 y principios del 2009, se han introducido algunos cambios en el mercado a la *eurodollar disaster clause*. En primer lugar, la LMA ha establecido para su contrato modelo que, antes de la determinación del costo de fondeo para cada prestamista, el agente administrativo deberá obtener una tasa alternativa de referencia y proceder a calcular el costo de fondeo para cada prestamista sólo si el costo de fondeo de un grupo de prestamistas excede dicha tasa. El fundamento para este cambio ha sido preservar el *cost-margin pricing*, al mismo tiempo, proteger a los prestamistas con dificultades financieras de la necesidad de revelar su

10. En los *base rate loans* se define a la tasa base como el mayor de (x) la primera publicada por un banco específico o (y) 50 bps sobre la tasa de referencia del Tesoro Americano (*federal funds rate*).

11. El 28 de septiembre de 2008 la *Association of Corporate Treasurers* emitió una nota de prensa sugiriendo que la "*market disruption clause*" debería ser el último recurso e invocada sólo luego que ciertos pasos hayan sido tomados. Ver *Association of Corporate Treasurers - Press Release, 28 September 2008, London*, en <http://www.treasurers.org/marketdisruption/pressrelease>.

12. Ver Gray, *Libor Market Disruption*, *Global Finance Client Alert*, 28 de octubre de 2008 en http://www.milbank.com/NR/rdonlyres/247F8787-1B07-42FC-98C5-60EAF3AEE62B/0/LIBOR_Market_Disruption.pdf

real costo de fondeo arriesgando dar señales negativas al mercado sobre su situación financiera. Asimismo, entre otros, se ha reducido el porcentaje de prestamistas requerido para invocar la cláusula, se han introducido algunos estándares objetivos para la aplicación de la cláusula – ej. una desviación preestablecida entre la LIBOR y la tasa de referencia del Tesoro Americano –, se han impuesto restricciones para sólo aplique en casos extremos y se han incorporado pisos para limitar la caída de la LIBOR.¹³

3.2 La cláusula de incremento de costos.

La cláusula de incremento de costos asigna al prestatario el riesgo de cambios regulatorios *ex post* que incrementen el costo de los prestamistas para desembolsar o mantener el préstamo. Los cambios regulatorios típicamente incluyen cambios al capital regulatorio requerido a las instituciones financieras reguladas o la creación o modificación del requerimiento de provisiones generales.¹⁴ Sin embargo, la práctica de mercado es que esta cláusula incluya un “cajón de sastre” que cubra de manera general costos producto de cualquier cambio regulatorio que pueda afectar el préstamo. En la medida que los prestamistas normalmente están domiciliados en diversas jurisdicciones sujetas a regulaciones distintas, la indemnización se realiza a favor de cada prestamista que ha invocado la cláusula mediante una adición a los intereses que le corresponden recibir.

La cláusula de incremento de costos tiene su base en el *matched funding* y el *cost-margin pricing* anteriormente explicados, pues se entiende que *ex post* los gobiernos pueden imponer costos adicionales a los prestamistas

que no pueden ser imputados al precio *ex ante*. Por ejemplo, la creación o el aumento de los requerimientos de provisiones reducirán el *spread* de los prestamistas dado que los prestamistas tendrán que crear una reserva – sin intereses – con una porción de los depósitos obtenidos en el mercado interbancario de Londres para fondear el préstamo. Asimismo, incrementos en los requerimientos de capital regulatorio aplicables a los prestamistas les impondrán costos adicionales y reducirán su retorno esperado al obligarlos a reducir su nivel de apalancamiento.¹⁵ En consecuencia, con la finalidad de preservar el rendimiento esperado de los prestamistas, el contrato de crédito obliga al prestatario a indemnizar a los prestamistas ante este tipo de cambios regulatorios.¹⁶

3.3 Broken funding.

Esta cláusula también tiene su sustento en el concepto de *matched funding*,¹⁷ el cual, como hemos indicado, asume que cada prestamista tomará un depósito en el mercado interbancario por la duración de cada periodo de intereses (1, 3 o 6 meses) por el cual pagará la LIBOR fijada para dicho periodo. En los créditos sindicados se asume que si el prestatario prepaga el préstamo en una fecha distinta a la fecha de pago o no toma el préstamo luego de enviar una notificación de desembolso generará una pérdida a los prestamistas – *broken-funding costs* – que deberá ser compensada. La pérdida se producirá porque los prestamistas estarán obligados a mantener y pagar los intereses correspondientes al *matching deposit* que han tomado en el mercado interbancario por el íntegro del periodo de intereses – el prepago no

13. Ver *What's Market: Market Disruption Clauses*, PLC Finance (Marzo de 2012).

14. Ver BUCHEIT, p. 42; WOOD, p. 62; y MUGASHA, pp. 214-215.

15. Ver BUCHEIT, pp. 47-52.

16. Recientemente, los prestamistas han introducido cambios a esta cláusula para efectos de protegerse contra incremento de costos producto de la implementación de ciertas secciones de Dodd-Frank Act y Basilea III pues no es claro que dichos cambios regulatorios estén cubiertos por las típicas cláusulas sobre incremento de costos. Ver *What's Market: Increased Costs from the Dodd-Frank Act y Basel III*, PLC Finance (Marzo de 2012).

17. Ver MUGASHA, pp. 214-215

es una opción en el mercado interbancario—sin recibir los intereses bajo el crédito prepago.¹⁸

En la medida que se asume también que los prestamistas podrían utilizar los fondos recibidos producto del prepago para efectuar un depósito remunerado en el mercado interbancario, los contratos de crédito sindicado típicamente limitan la pérdida indemnizable a la diferencia entre el interés que los prestamistas pagarían en el mercado interbancario por el depósito recibido y el interés que recibirían al colocar un depósito en el mercado interbancario por el periodo entre la fecha de prepago y el último día del periodo de intereses.¹⁹

3.4 *Tax gross-upy tax indemnity.*

El *tax gross-up* en los contratos de crédito sindicado traslada al prestatario el impacto económico de la retención del impuesto a la renta en el domicilio del prestatario – i.e. Perú –²⁰ o cualquier otra jurisdicción que pueda afectar al préstamo, así como también el impacto de

cualquier otra retención que grave²¹ o, en casos limitados, que pueda en el futuro gravar los pagos de intereses realizados a los prestamistas. En la medida que los impuestos son obligaciones de los prestamistas, pero pagaderas por los prestatarios vía una retención, si no existiera esta cláusula los prestamistas sufrirían una reducción en su spread equivalente al monto de impuestos que los prestatarios tendrían que retener en cada fecha de pago de intereses. Por ende, en los contratos de crédito sindicado se establece que el prestatario está obligado a incrementar el monto pagado a los prestamistas para que éstos reciban el monto íntegro de intereses.

El *tax indemnity* asigna al prestatario el costo de todas las obligaciones tributarias que puedan afectar a los prestamistas en relación con el préstamo, salvo por aquellas obligaciones tributarias que graven su renta neta. El *tax indemnity* es distinto del *tax gross-up*, pues no sólo abarca pagos recibidos luego de cualquier deducción por impuestos, sino que también cubre el riesgo de cualquier otra obligación tributaria que

18. Algunos prestamistas prefieren simplemente prohibir los prepagos en vez de incluir una indemnización por *broken-funding*.
19. En algunos casos, los prestamistas buscarán ser indemnizados no sólo por las pérdidas producidas por la reutilización de los fondos, sino también por el margen dejado de percibir. Sin embargo, esto no es estándar en el mercado y, por tanto, será sujeto a negociación con el prestatario.
20. En el Perú, los intereses obtenidos por empresas bancarias o financieras no domiciliadas que han otorgado financiamientos a empresas peruanas generalmente se encuentran gravados con una tasa de 4,99%, siendo la entidad domiciliada obligada a efectuar la retención del impuesto a la renta correspondiente. El inciso a) del artículo 56 de la Ley del Impuesto a la Renta establece que los intereses obtenidos por personas jurídicas no domiciliadas podrán encontrarse gravados con una tasa de 4,99%, siempre que se cumplan las siguientes condiciones: (i) se acredite el ingreso de la moneda extranjera al país; (ii) el capital sea destinado a cualquier finalidad relacionada con el giro de negocio o actividad gravada, así como a la refinanciación de los mismos; (iii) el crédito no devengue un interés anual al rebatir superior a la LIBOR + 7 puntos porcentuales; (iv) el acreedor y deudor no califiquen como partes vinculadas para propósitos del impuesto a la renta. En el caso que no se cumplan las condiciones mencionadas en los puntos (i) o (ii), la tasa aplicable a la renta obtenida por el acreedor no domiciliado será de 30%, la cual también será aplicada a la renta obtenida por los intereses que superen la tasa de LIBOR + 7 puntos porcentuales.
21. Desde principios del año 2010 los prestamistas domiciliados en los Estados Unidos de América están sujetos a la *Foreign Account Tax Compliance Act of 2009* (FATCA), que busca penetrar el secreto bancario fuera de los Estados Unidos de América para combatir la evasión tributaria. De acuerdo con las disposiciones de FATCA, se aplicará una retención de 30% sobre los intereses recibidos por entidades domiciliadas en los Estados Unidos de América como consecuencia de financiamientos realizados a instituciones financieras extranjeras, salvo que dichas instituciones financieras demuestren que cumplen con los requerimientos de revelación de información contenidos en FATCA. Ver *Yield Protection in Loan Agreements – Current Issues*, Allen & Overy (7 de febrero de 2011), <http://www.allenoverly.com/AQWEB/AreasOfExpertise/Editorial.aspx?contentTypeID=1&itemID=60014&prefLangID=410>.

pueda afectar los pagos de préstamo. Aumentos de impuestos o nuevos impuestos son vistos como costos que pueden reducir el *spread* de los prestamistas y, por ende, afectar negativamente el *cost-margin pricing* del préstamo.

3.5 *Currency indemnity.*

Esta cláusula establece que si una suma pagadera en dólares de los Estados Unidos de América debe ser convertida a otra moneda –usualmente la moneda de la jurisdicción del prestatario, i.e. Nuevos Soles–, entonces el prestatario deberá indemnizar a los prestamistas por cualquier costo, pérdida u obligación que se genere como consecuencia o como resultado de dicha conversión. Esta cláusula protege a los prestamistas del riesgo cambiario que pueda afectar su *spread*. Sin embargo, es irrelevante en jurisdicciones como la peruana donde hay amplia libertad para realizar transacciones en moneda extranjera, particularmente dólares de los Estados Unidos de América.

3.6 *Ilegalidad.*

Esta cláusula establece que si:(i) desembolsar el préstamo deviene en ilegal para algún prestamista, dicho prestamista estará exonerado de su obligación de fondear el préstamo o (ii) si el préstamo deviene en ilegal luego de haber sido desembolsado, el prestatario estará obligado a repagar el íntegro del préstamo.

Los mercados financieros no están exentos de sanciones que puedan ser impuestas a ciertos países y empresas que operan en los mismos por sus decisiones políticas. Así, por ejemplo, los Estados Unidos de América mantiene una lista de países – ej. Cuba, Irán, Myanmar, Corea del Norte, Sudán, Siria – con los cuales ninguna entidad establecida en los Estados Unidos de América puede realizar transacciones. La finalidad es proteger a los prestamistas en ese escenario clarificando cuál será la consecuencia en caso el préstamo devenga en ilegal.

4. *Prepago.*

El prepago de los créditos sindicados puede ser obligatorio u opcional.

4.1 *Prepago obligatorio.*

En créditos sindicados otorgados a prestatarios que no tienen grado de inversión y que, por ende, presentan un perfil de riesgo elevado, usualmente se establece que el prestatario estará obligado a prepagar el préstamo con los fondos obtenidos de ventas de activos, indemnizaciones por siniestros asegurados, emisiones de acciones, asunción de nuevas deudas, cambio de control y excedentes en el flujo de caja generado. El prepago obligatorio suele ser fuertemente negociado porque los intereses en juego del prestatario y los prestamistas con respecto al uso de los fondos difieren bastante.

- ♦ *Ventas de activos.* Normalmente se exige que los prestatarios utilicen el 100% de los fondos netos – net proceeds – obtenidos de una venta de activos fuera del curso ordinario de los negocios para prepagar el préstamo. Este requerimiento busca proteger a los prestamistas ante la conversión de activos fijos en dinero, el cual puede ser utilizado para fines distintos al propio negocio del prestatario y contra el interés de los prestamistas. Para evitar que el prepago afecte el manejo normal de los negocios del prestatario, típicamente los prestamistas aceptan flexibilizar esta obligación incluyendo excepciones razonables, así como un monto a partir del cual la obligación de prepago se tornará en exigible. Además, es común que se exonere al prestatario de la obligación de prepagar el préstamo si los fondos son reinvertidos dentro de un cierto periodo de tiempo – entre 90 y 360 días – en la compra de activos fijos útiles para el negocio.
- ♦ *Emisiones de acciones.* Cuando el emisor no está listado en una bolsa de valores los contratos de crédito sindicado normalmente exigen que el prestatario prepague parte del préstamo con parte de los fondos obtenidos producto de una emisión de acciones. El porcentaje de fondos que se requiere aplicar al prepago usualmente oscila entre 20% y 50%, aunque puede subir o bajar

dependiendo del cumplimiento de ciertos test financieros.

- ◆ *Nueva deuda.* Si bien los contratos de crédito típicamente limitan el endeudamiento, se suele permitir que los prestatarios tomen nueva deuda siempre que el íntegro de los fondos recibidos sea utilizado para prepagar el crédito sindicado.
- ◆ *Cambio de control.* En financiamientos hacia prestatarios que tienen un accionista controlador, se suele exigir el prepago obligatorio del íntegro del préstamo en el supuesto que ocurra un cambio de control. Este prepago obligatorio suele estructurarse como un *put* pues se otorga discrecionalidad a los prestamistas para que decidan si exigen el prepago.²² El propósito de esta disposición es permitir que los prestamistas evalúen nuevamente la conveniencia de mantener el préstamo si el emisor o su matriz son adquiridos por un tercero. En la medida que los préstamos son sensibles a riesgos específicos del prestatario, cambios en la administración o el accionista controlador pueden tener efectos negativos en su perfil crediticio. Además, esta disposición otorga protección a los prestamistas frente a reestructuraciones corporativas que puedan afectar sus intereses y adquisiciones hostiles, particularmente adquisiciones apalancadas.
- ◆ *Excedente en el flujo de caja – excess cash flow –.* Típicamente se establece que el prestatario deberá repagar parte del préstamo con el excedente de flujo de caja generado luego de satisfacer sus obligaciones y solventar ciertos gastos operativos. La definición sobre qué constituye excedente en el flujo de caja es altamente negociada, pues desde la perspectiva del prestatario

afecta su liquidez y, desde la perspectiva de los prestamistas, les permite capturar un porcentaje de los mejores resultados obtenidos por el prestatario.

4.2 Prepago opcional.

En la mayoría de créditos sindicados se permite a los prestatarios prepagar voluntariamente el préstamo en cualquier momento. Dependiendo del tipo de préstamo, se establece el prestatario deberá pagar una comisión por prepago que suele ser no mayor a 3% del monto del principal y estar limitada a un periodo de un año desde el desembolso. El prepago voluntario se aplica a *pro rata* entre todos los prestamistas.

5. Declaraciones y garantías.

En general, las declaraciones y garantías son manifestaciones sobre situaciones fácticas o legales relativas al declarante que tienen como finalidad reducir la asimetría informativa entre las partes de manera eficiente. Se entiende que hay un incentivo común entre las partes para reducir la asimetría informativa y los costos para adquirir información mediante las declaraciones y garantías porque ello resulta mutuamente beneficioso.²³

En los contratos de crédito sindicado, las declaraciones y garantías realizadas por el prestatario buscan contribuir a que los prestamistas entiendan la situación económica, financiera y legal del prestatario como parte de sus procesos de *due diligence* para evaluar el riesgo crediticio. Asimismo, fuerzan a los prestatarios a examinar su propio negocio para estar seguros que las declaraciones y garantías serán correctas en la fecha de desembolso. Esto es así, porque asignan el riesgo sobre su falsedad o inexactitud al prestatario toda vez que otorgan a los prestamistas la posibilidad de negar un desembolso, si no son correctas en la

22. En algunos casos el cambio de control no se regula como un supuesto de prepago obligatorio sino como un evento de incumplimiento. En la práctica el efecto económico para el prestatario es casi igual, pero en términos reputacionales los prestatarios suelen preferir que se pacte como un prepago pues de verificarse el cambio de control no se estaría en incumplimiento del contrato.

23. Ver GILSON, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, en 94 YALE LJ 239.

fecha de desembolso, o acelerar el préstamo, si luego de efectuado el desembolso se descubre que fueron falsas o inexactas.

Los contratos de crédito sindicado típicamente requieren que los prestatarios otorguen declaraciones y garantías sobre su situación legal – ej. debida constitución y existencia, autorización y capacidad para suscribir los documentos de la transacción –, validez y eficacia de los documentos de la transacción, consentimientos de terceros requeridos para consumar la transacción, información financiera, no ocurrencia de efectos sustancialmente adversos – *material adverse effects* –, ranking *pari passu* del préstamo,²⁴ así algunas declaraciones y garantías vinculadas a sus negocios – activos, propiedad intelectual cumplimiento tributario, aspectos laborales, cumplimiento de leyes, aspectos ambientales, litigios, seguros, etc. –, sujetas a ciertas excepciones y calificaciones que deben ser cuidadosamente negociadas.²⁵

6. Condiciones precedentes.

Los contratos de crédito sindicado siempre contienen una serie de condiciones preceden-

tes que tienen que verificarse antes de cada desembolso. Estas condiciones precedentes tienen como finalidad que los prestamistas puedan salirse del financiamiento ante eventos que modifiquen el perfil de riesgo del deudor o del préstamo o que, de alguna manera, impidan el desembolso.

Las condiciones precedentes están vinculadas a la documentación – ej. suscripción de los documentos de la transacción, obtención de autorizaciones y entrega de opiniones legales y certificados –, a las garantías cuando éstas haya sido otorgadas – ej. suscripción de los documentos de las garantías y perfeccionamiento de las garantías – y al perfil crediticio del prestatario – ej. veracidad de las declaraciones, entrega de estados financieros, no existencia de gravámenes, litigios o de un efecto sustancialmente adverso –.

7. Covenants.

Por *covenants* debemos entender aquellas obligaciones contractuales mediante las cuales se establecen ciertos deberes de conducta que

24. El significado real de la declaración sobre el ranking *pari passu* en los contratos de financiamiento siempre ha sido bastante incierto. Hasta hace poco, la opinión generalizada sobre la finalidad de esta declaración era que la misma permitía a los prestamistas asegurarse que el prestatario no tuviera deudas con el mismo ranking (i.e., deudas *senior*) que tuvieran preferencia sobre el préstamo y, conjuntamente con el *covenant pari passu*, que el prestatario no subordinara el préstamo en el futuro frente a otras deudas *senior*. Ver Bucheit, p. 83 y Buchheit & Pam, *The Pari Passu Clause in Sovereign Debt Instruments*, 53 EMORY L.J. 913 (2004). Sin embargo, recientemente en *NML Capital Ltd., et al. v. The Republic of Argentina*, en el marco del litigio de la República Argentina con a los *hold-outs* de la reestructuración de su deuda soberana, el Juez Griesa del Segundo Distrito de Nueva York ha interpretado ampliamente el *covenant pari passu* estableciendo que el mismo no sólo prohíbe la subordinación sino también que se paguen deudas similares sin pagar la deuda que está protegida por el *covenant*. Esta interpretación ha sido ratificada por la Corte de Apelaciones de Nueva York y su implicancia en el mercado de créditos sindicados para corporativos es aún incierta.

25. En los financiamientos para adquisición se suele incluir un lenguaje para efectos de aumentar la certidumbre sobre el cierre del financiamiento, conocido como "*SunGard language*", que limita las declaraciones y garantías sobre el *target* a aquellas recibidas por el comprador en el contrato de adquisición e incluye algunas otras declaraciones específicas (denominadas "*specified representations*") que suelen estar limitadas al prestatario (adquirente), a la validez del contrato de préstamo y constitución y perfeccionamiento de las garantías. Recientemente estas declaraciones específicas se han expandido producto de la pasada crisis financiera y su impacto en el mercado de financiamientos para adquisición. En contratos de crédito que tienen el lenguaje *SunGard*, básicamente sólo la falsedad de una declaración y garantía en el contrato de adquisición otorgará a los prestamistas y el prestatario (adquirente) la posibilidad de dar por terminadas sus respectivas obligaciones. La finalidad es proteger al prestatario (adquirente) de que los prestamistas den por terminado el financiamiento sin que al mismo tiempo el prestatario pueda dar por terminada la adquisición. Además de calzar las declaraciones y garantías, el lenguaje *SunGard* exige la condición precedente vinculada a la no existencia de un efecto sustancialmente adverso en el contrato de crédito sea igual a la condición contenida en el contrato de adquisición.

deben ser cumplidos por el prestatario durante la vigencia del contrato de crédito.²⁶ En todo contrato de préstamo, los *covenants* juegan un papel muy importante pues mitigan el riesgo moral – *moral hazard* – producto del oportunismo post-contractual de los prestatarios. Este riesgo moral se explica por la existencia de una relación de agencia²⁷ entre el prestatario y los prestamistas. En el marco de esta relación de agencia, el prestatario siempre tendrá incentivos para satisfacer sus propios intereses antes que los intereses de los prestamistas, sea desviando recursos fuera de su alcance, subordinando a los prestamistas a nuevas deudas o adoptando decisiones altamente riesgosas o que, de alguna manera, puedan afectar los intereses de los prestamistas.²⁸

En general, los *covenants* pueden clasificarse en *covenants* de mantenimiento – *maintenance covenants* – y *covenants* de incursión – *incurrence covenants* –. Los *maintenance covenants* son deberes contractuales que deben ser cumplidos por el deudor de manera constante durante la vigencia del financiamiento y que usualmente son medidos al final de ciertos periodos de tiempo – ej. Trimestralmente –. Los *incurrence covenants* son deberes contractuales que limitan la libertad del deudor de realizar ciertas acciones – ej. tomar deuda, otorgar garantías a terceros,

pagar dividendos – si no se satisface un test financiero o si se no califica dentro de alguna de las excepciones previamente establecidas. En la práctica, los *maintenance covenants* son mucho más estrictos que los *incurrence covenants*²⁹ y su uso es común en créditos sindicados porque sirven como sistema de alerta previa a un *default*, permitiendo que los prestamistas y el prestatario negocien una dispensa – *waiver* – a cambio de una mayor tasa de interés u otra forma de compensación.

El objetivo primordial de los *covenants* en los contratos de crédito es limitar acciones del prestatario que puedan afectar su habilidad de repagar el préstamo y cumplir con el servicio de deuda sin que ello impida el desarrollo diario de sus operaciones y plan de negocios, permitiendo a los prestamistas monitorear constantemente las actividades del prestatario.³⁰

Los *covenants* en contratos de crédito sindicado se dividen en *covenants* afirmativos, *covenants* negativos y *covenants* financieros.

7.1 *Covenants afirmativos.*

Los *covenants* afirmativos imponen al prestatario algunas obligaciones de hacer que se dividen en obligaciones de reporte y acceso a información

26. PAGLIA, *An Overview of Covenants in Large Bank Loans*, RMA Journal (Mar. 2002). BNET. Web. Mar. 7 2010.

27. Para una mayor comprensión del concepto, ver: JENSEN & MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, y ownership structure*, 3 J.Fin.Econ. p. 305 (1976).

28. En empresas donde el control está concentrado en un grupo de accionistas, esta relación también puede ser vista económicamente como una en la cual los accionistas tienen una opción de compra frente a los acreedores que les permite recomprar los activos de la empresa. Como en el caso de cualquier opción de compra, los accionistas sólo la ejercerán si el valor de los activos subyacentes (i.e., el valor de la empresa) es mayor al precio por repagar la deuda (*strike price*). En la medida que incrementos en la varianza (i.e., posibilidad de variación de precios) sobre el valor futuro de los activos subyacentes incrementan el valor de la opción, los accionistas tendrán grandes incentivos (especialmente en empresas altamente apalancadas) para tomar decisiones riesgosas que afectan los intereses de los acreedores. Los *covenants*, vistos desde esta perspectiva, buscan reducir la varianza del valor de los activos subyacentes limitando el comportamiento estratégico de los deudores. Ver Scholes, *Options - Puts y Calls*, en *Encyclopedia of Investments* (Marshall Blume & Jack Friedman eds.1982), pp. 559-578; y GILSON & BLACK, *The Law y Finance of Corporate Acquisitions*, Supplement, Capítulo 7 (1992).

29. Nomura International PLC. *Global Guide to Corporate Bankruptcy: A comprehensive guide to corporate bankruptcy y a survey of global corporate bankruptcy regimes*. <http://www.scribd.com/doc/78673927/10/The-covenant-breach-process>.

30. Ver NOWAK, *The Gift that Keeps on Giving: Negotiating the High Yield Indenture*, en *Venture Capital Review*, No. 15 (2005).

– ej. entregar estados financieros anuales y trimestrales, entregar reportes mensuales, entregar reportes de cumplimiento de *covenants*, informar sobre eventos de incumplimiento, permitir la inspección de libros y registros del prestatario –, uso de fondos prestados y mantenimiento de los negocios – ej. mantener la existencia del prestatario, propiedades y seguros, pagar obligaciones, impuestos y cumplir con las leyes –. En el caso de financiamientos garantizados se incorporan obligaciones de hacer adicionales encaminadas principalmente a preservar el valor de los activos dados en garantía y evitar que terceros puedan tener una garantía de segundo rango sobre los activos dados en garantías.

Asimismo, suele incluirse dentro de los *covenants* afirmativos una obligación a cargo del prestatario de realizar transacciones con empresas afiliadas en términos de mercado – *arms-length* –, salvo por algunas excepciones expresamente establecidas. La finalidad de este *covenant* es restringir la transferencia de recursos fuera del alcance de los prestamistas mediante pagos a afiliadas fuera de lo que correspondería en una transacción comparable en el mercado.

7.2 *Covenants negativos.*

Los *covenants negativos* imponen al prestatario ciertas obligaciones de no hacer para evitar que realice acciones que puedan afectar su perfil de riesgo, tales como aumentar el endeudamiento, desviar recursos fuera del alcance de los prestamistas, subordinar a los prestamistas a nuevas deudas, entre otros. Sujeto a varias excepciones y calificaciones, los *covenants* en contratos de crédito sindicado buscan lo siguiente: (i) no debe aumentarse el apalancamiento más allá de los límites acordados porque los prestamistas fondearon el préstamo basado en el endeudamiento al momento de desembolso y aquel proyectado en el plan de negocios; (ii) no deben distribuirse o invertirse recursos fuera del propio negocio, si se hace es mejor usar los fondos para repagar la deuda; (iii) no deben venderse acti-

vos, salvo que el precio sea utilizado para reinvertir en el negocio, reducir el endeudamiento o repagar el préstamo; (iv) no deben otorgarse garantías sobre activos del prestatario, éstos son más valiosos para los prestamistas si no están gravados; (v) las subsidiarias que no garanticen los bonos no deben endeudarse o garantizar deudas, esto subordinaría estructuralmente a los prestamistas frente a los nuevos acreedores; (vi) no deben imponerse restricciones a las subsidiarias para repartir dividendos o realizar pagos a accionistas que dificulten el repago del préstamo; y (vii) no deben venderse acciones en las subsidiarias pues los prestamistas quieren tener derecho al íntegro de las distribuciones realizadas por estas subsidiarias.

- ♦ *Limitación a nuevas deudas.* Mediante este *covenant*, el prestatario se compromete a no incurrir en nuevos endeudamientos – i.e., cualquier obligación de realizar pagos, garantías a deudas de terceros y algunas otras obligaciones contingentes –, salvo que ello esté expresamente permitido en el contrato de crédito. Las excepciones a este *covenant* deben permitir al prestatario desarrollar sus negocios en el curso ordinario y de conformidad con sus prácticas pasadas, así como capturar deuda existente y, dentro de ciertos límites, deuda incurrida para la adquisición o mejoramiento de activos. Este *covenant* busca limitar el aumento del riesgo de incumplimiento del prestatario mediante el incremento de la deuda total o su servicio de deuda relativo a EBITDA y mitigar el riesgo de subordinación estructural que puede producirse si el emisor incrementa su endeudamiento a través de alguna subsidiaria que no garantice el préstamo.
- ♦ *Limitación a nuevos gravámenes.* Mediante este *covenant* el prestatario se obliga a no constituir gravámenes sobre sus activos, salvo que se trate de gravámenes permitidos bajo el contrato de crédito – “*Permitted Liens*” –.³¹ La finalidad de este *covenant* es

31. Incluyen, entre otros, cargas y gravámenes impuestos: (i) por ley, requerimientos ordinarios de entidades gubernamentales o prácticas de mercados en el curso ordinario de los negocios (por ejemplo, gravámenes

limitar el monto de nueva deuda garantizada para que, en un escenario de insolvencia, los activos del prestatario estén disponibles para pagar a los prestamistas *pro rata* con los otros acreedores no garantizados.

- *Limitación a pagos restringidos.* Mediante este *covenant* el prestatario se compromete a no pagar dividendos en dinero, realizar distribuciones a accionistas – salvo distribución de acciones – o recomprar acciones – “*dividend stopper*” –, pre-pagar o recomprar deuda subordinada a los bonos o realizar inversiones no permitidas. Este *covenant* busca restringir la transferencia de recursos fuera del alcance de los prestamistas.
- *Limitación a cambios fundamentales.* Este *covenant* limita operaciones de fusión o la venta de todos o “sustancialmente todos”³² los activos del prestatario. La racionalidad de este *covenant* es impedir que mediante fusiones con empresas apalancadas o la venta de sustancialmente todos los activos del prestatario, se incremente el endeudamiento del prestatario, se desvíen recursos fuera del alcance de los prestamistas, o se reduzca el patrimonio neto del prestatario.

7.3 Covenants financieros.

Los *covenants financieros* imponen al prestatario el cumplimiento de ciertos ratios para facilitar el monitoreo de la situación financiera del prestatario y anticipar soluciones oportunas. En los contratos de crédito sindicado, típicamente se incluyen ratios de apalancamiento – *leverage*

ratios – que miden la deuda total contra el EBITDA del prestatario y ratios de cobertura de intereses – *interest coverage ratio* – que miden los gastos por intereses contra el EBITDA del prestatario.

8. Eventos de incumplimiento.

Los contratos de crédito sindicado incluyen una serie de eventos, circunstancias o condiciones que son consideradas como incumplimientos del contrato y que permiten a los prestamistas ejercer ciertos remedios si se llegan a verificar. En caso ocurra un evento de incumplimiento, los remedios bajo el contrato de crédito normalmente permiten a los prestamistas acelerar el préstamo y solicitar el pago total del monto debido de manera inmediata, resolver cualquier compromiso de desembolso futuro bajo el contrato de crédito, ejecutar las garantías y demandar judicialmente el pago del préstamo.

Los contratos de crédito regularmente distinguen entre los conceptos de “incumplimiento” – *default*– y “evento de incumplimiento” – *event of default* – , siendo la principal diferencia entre ambos que el primero captura incumplimientos que están dentro un periodo de cura y que, por ende, no conceden a los prestamistas el derecho a ejercer los remedios bajo el contrato de crédito, mientras que el segundo engloba incumplimientos no están sujetos a este periodo de gracia.

Los eventos de incumplimiento suelen catalogarse en función a las consecuencias y los remedios que están disponibles a favor de los prestamistas. Así, existen eventos de incumplimiento que (i) conllevan a la aceleración automática del presta-

garantizando cartas de crédito para exportación), (ii) por el vendedor sobre un activo vendido al crédito, (iii) sobre inventarios o derechos a recibir inventario, (iv) para refinanciar deuda existente y, (v) en relación con deuda incurrida en cumplimiento con el *covenant* sobre limitación de endeudamientos.

32. La determinación sobre qué constituyen sustancialmente todos los activos del emisor no ha sido definida con precisión por la jurisprudencia de las cortes de Nueva York, a cuya ley usualmente se someten los contratos de crédito sindicado en el mercado financiero internacional. En *Sharon Steel Corp. V. the Chase Manhattan Bank et. al*, 691 F.2d 1039 (2d. Cir. 1982), uno de los casos más relevantes sobre la materia, la corte de apelaciones de Nueva York analizó tanto factores cuantitativos, tales como el porcentaje que representan los activos transferidos frente a los activos totales del emisor, su contribución al flujo de caja del emisor, como cualitativos, tales como el riesgo que la venta afecte la operación normal de los negocios de emisor.

mo – ej. cuando el prestatario de manera voluntaria entra en un proceso de insolvencia o reestructuración – , (ii) permiten la aceleración inmediata del préstamo – ej. cuando el prestatario incumple *covenants* negativos o financieros o incumple con pagar el principal o cuando se descubre que alguna de las declaraciones y garantías era falsa o inexacta – , y (iii) confieren al prestatario un periodo de gracia para curar el incumplimiento (ej. cuando el prestatario incumple con el pago de intereses o *covenants* afirmativos o se ve envuelto en un proceso de insolvencia a solicitud de un tercero). Asimismo, los contratos de crédito acostumbra incluir un incumplimiento cruzado – *cross-default* – con otros contratos de deuda por encima de un monto determinado, así como también consideran como incumplimiento el hecho que no se pague una deuda cuando ello ha sido ordenado por una sentencia judicial con calidad de cosa juzgada.

9. Administración del préstamo y relaciones entre el sindicato.

Los contratos de crédito sindicado incluyen una serie de disposiciones que regulan la relación entre los prestamistas y entre los prestamistas y el agente administrativo.

9.1 Relación con el agente administrativo.

Los contratos de crédito sindicado contienen varias disposiciones que regulan la relación de los prestamistas con el agente administrativo y que, típicamente, son poco negociadas por los prestatarios. Primero, estas disposiciones contienen la autorización irrevocable de los prestamistas para que el agente administrativo realice ciertas acciones en representación de los prestamistas entre las que se encuentran, entre otros, recibir pagos bajo el contrato de crédito y distribuirlos entre los prestamistas, notificar a los prestamistas sobre incumplimientos conocidos y distribuir a los prestamistas copias de la información recibida sobre el prestatario. Segundo, se establece una exoneración de res-

ponsabilidad a favor del agente administrativo por actos desarrollados en cumplimiento de su función, salvo por que la responsabilidad sea consecuencia de actos dolosos o negligencia grave. Tercero, se establece un procedimiento para la remoción y renuncia del agente administrativo que no afecte la normal administración del préstamo.

9.2 Relación entre prestamistas – Pro-Rata Sharing.

Los contratos de crédito sindicado establecen que si un prestamista recibe un pago que es desproporcionado en comparación con los montos recibidos por otros prestamistas, el monto pagado en exceso debe ser compartido con los otros prestamistas.³³El propósito de esta cláusula es prevenir la discriminación entre prestamistas dado que el prestatario puede tener preferencia por pagar a primero a algún prestamista con el que tiene una relación o del cual espera algún beneficio futuro.

10. Modificación del contrato de crédito.

10.1 Aspectos generales.

Los *covenants* deben ser diseñados y negociados para permitir que el prestatario opere sus negocios en el curso ordinario y de manera consistente con su plan de negocios. Sin embargo, el escenario bajo el cual se diseñaron y negociaron los *covenants* y otras restricciones en el contrato de crédito sindicado puede variar por eventos que no necesariamente son atribuibles al prestatario causando que éste pueda tener problemas para satisfacerlos. En este supuesto, el prestatario va a requerir el permiso de los prestamistas para eximirse de cumplir con aquellas disposiciones que resulten problemáticas.

Los contratos de crédito sindicado pueden modificarse de tres formas: dispensa – *waiver* – , consentimiento y modificación. La dispensa aplica para un evento que ya ocurrió – ej. no

33. Ver BUCHEIT, p. 76.

entrega oportuna de estados financieros – , mientras que el consentimiento busca un obtener un permiso anticipado para no cumplir con algún covenant o restricción bajo el contrato de crédito – ej. no cumplir con el ratio de apalancamiento por un periodo determinado – . Tanto la dispensa como el consentimiento se suelen instrumentalizar en un documento corto que abarca la materia específica. La modificación del contrato de crédito es un proceso más formal que requiere la suscripción de un contrato modificatorio describiendo los cambios y las condiciones precedentes para que dichos cambios sean efectivos y, en el caso que se modifique sustancialmente el contrato de crédito, la elaboración de un contrato revisado – *amended and restated agreement* – que consolide los cambios con las partes del contrato no alteradas.

El porcentaje requerido para aprobar modificaciones varía dependiendo del tipo de préstamo y de la materia que requiere ser modificada. Normalmente se requiere el consentimiento de la mayoría simple – 50% o más – o de la mayoría calificada – 66.6% o más – del monto vigente del préstamo, aunque existen algunas disposiciones – conocidas como “*sacred rights*” – que requieren el consentimiento de todos los prestamistas. Entre otras, las disposiciones que requieren el consentimiento de todos los prestamistas para ser modificadas son: ampliar el plazo del préstamo, reducir el monto del principal o extender las fechas de pago acordadas, incrementar o modificar los compromisos de desembolso, levantar todo o una parte sustancial de las garantías, levantar las garantías otorgadas por subsidiarias, modificar los porcentajes requeridos y el procedimiento para modificar el contrato de crédito y eliminar derechos de los prestamistas.

10.2 Amend and Extend.

Entre el 2005 y el 2007, el mercado de créditos sindicados era sumamente líquido y no existían dificultades para negociar créditos sindicados

en términos favorables, particularmente cuando se trataba de refinanciar créditos existentes. Sin embargo, durante y luego de la crisis financiera, la liquidez en el mercado se contrajo generando incertidumbre entre los prestatarios sobre la liquidez disponible para refinanciar sus préstamos y aumentando el riesgo de incumplimientos en el mercado. La necesidad de refinanciación ha sido denominada como “*refinancing cliff*” – abismo de refinanciación – porque la mayoría de préstamos desembolsados entre el 2005 y 2007 vencerán durante el mismo periodo de tiempo, esto es entre el 2012 y 2014.

Como respuesta a este fenómeno, el mercado ha desarrollado un proceso denominado “*amend and extend*” (“A&E”) según el cual se busca extender el plazo de sólo una parte del préstamo creando un nuevo tramo o un sub-tramo dentro de alguno existente para agrupar a los prestamistas que consintieron la modificación. Para un A&E se requiere el consentimiento de, por lo menos, la mayoría de los prestamistas para efectos de modificar el contrato de crédito y el íntegro de los prestamistas que consienten la extensión. Para efectos de obtener el consentimiento de la mayoría de los prestamistas, el prestatario debe ofrecerles algún tipo de incentivo financiero. A los prestamistas que consienten la extensión normalmente se les otorga una comisión por la extensión, así como un incremento en el margen para alinear la tasa con las tasas de mercado vigentes.³⁴

La extensión del plazo del préstamo vía un A&E puede ser beneficiosa tanto para los prestatarios como para los prestamistas. En efecto, para los prestatarios, el A&E les permite solucionar sus requerimientos de liquidez futuros, difiere la fecha de pago de su deuda reduciendo el riesgo de incumplimiento, permite asegurar un paquete de covenants beneficioso y minimiza la cantidad de consentimientos requeridos. Para los prestamistas, el A&E les permite cobrar

34. Según *Standard & Poor's Leveraged Commentary*, en julio del 2009 el promedio de incremento en el margen fue de 160 bps y la comisión promedio por modificación fue de 38 bps.

una comisión por modificación, incrementar sus márgenes y prevenir un potencial incumplimiento ante escenarios de escasa liquidez en el mercado.

Como ha sido explicado anteriormente, los contratos de crédito sindicado habitualmente contienen un *sharing clause*, esto es una disposición que establece que todos los pagos y prepagos deben ser aplicados a *pro rata* entre todos los prestamistas y si algún prestamista recibe más que el resto debe compartir el exceso. Para implementar un A&E, debe modificarse el *sharing clause* para permitir que los pagos no sean a *pro rata*, que se pague el préstamo en la fecha de vencimiento original para los prestamistas que no accedieron a la extensión y en la nueva fecha para los prestamistas que sí accedieron y que los prepagos voluntarios se apliquen primero a los prestatarios que no extendieron el préstamo.³⁵

11. *Transferencia de los préstamos.*

La transferencia de préstamos otorgados bajo créditos sindicados es bastante común en el mercado, pues hay un mercado secundario bastante líquido para este tipo de instrumentos, y todos los contratos de crédito tienen disposiciones que regulan estos supuestos.

La transferencia de los préstamos se realiza mediante la cesión del crédito o la venta de una

participación en el crédito. En virtud de la cesión, el adquirente asume la posición de acreedor y forma parte de la relación contractual con el prestatario. La principal ventaja de la cesión es que el adquirente asume todos los derechos que le corresponden a un prestamista, tales como derecho de compensación directa e indemnización. Sin embargo, las cesiones suelen requerir el consentimiento del prestatario, salvo en ciertas circunstancias como la existencia de un incumplimiento o cesión a otras instituciones financieras o afiliadas, sólo proceden por montos mínimos y, además, generan la obligación de pagar comisiones al agente administrativo. Mediante la venta de una participación, el prestamista vende un interés – *beneficial interest* – en el préstamo a otra institución – participante – que le confiere todos los beneficios económicos derivados del préstamo y ciertos derechos políticos que deben ser ejercidos a través del prestamista. Sin embargo, cuando se transfiere una participación el participante no forma parte del contrato de crédito y, por ende, no tiene una relación contractual con el prestatario ni puede demandar al prestatario en caso de incumplimiento. La relación del participante es exclusivamente con el prestatario que vendió su participación. Las principales ventajas de la venta de una participación son que no requieren del consentimiento del prestatario, no generan el pago de comisiones y no están sujetas a montos mínimos.

35. Es importante notar que si la modificación de la cláusula sobre asignación de pagos a *pro rata* requiere el consentimiento del 100% de los prestamistas, entonces, en términos prácticos, no será posible realizar un A&E.