

TEMAS

# Manual de financiación

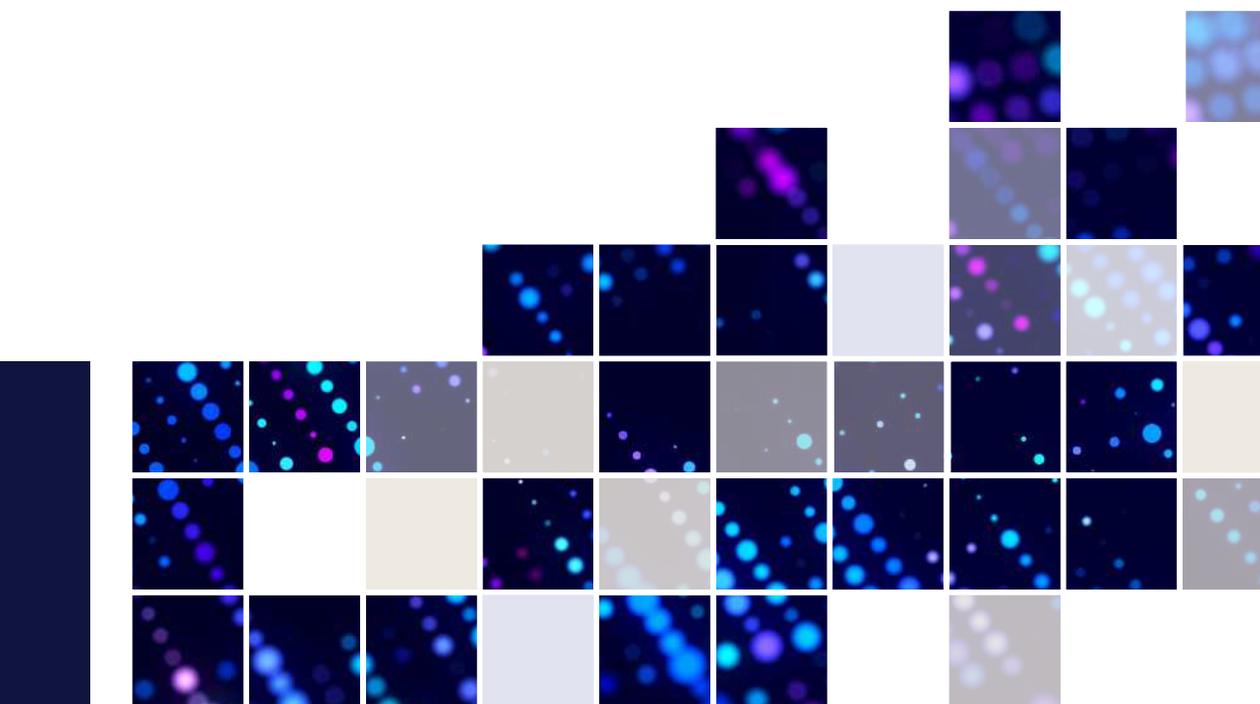
Directores

*Rafael Sebastián Quetglas*

*Carlos de Cárdenas Smith*

Coordinadora

*María Noguera López*



III LA LEY

© **Varios Autores**, 2025  
© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

**ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

C/ Collado Mediano, 9  
28231 Las Rozas (Madrid)

**Tel:** 91 602 01 82

**e-mail:** [clienteslaley@aranzadilaley.es](mailto:clienteslaley@aranzadilaley.es)

<https://www.aranzadilaley.es>

**Edición:** febrero 2025

**Depósito Legal:** M-2283-2025

**ISBN versión impresa:** 978-84-10292-31-4

**ISBN versión electrónica:** 978-84-10292-32-1

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.

*Printed in Spain*

© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, ARANZADI LA LEY, S.A.U., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, [www.cedro.org](http://www.cedro.org)) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

ARANZADI LA LEY no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

ARANZADI LA LEY se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

**Nota de la Editorial:** El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendój), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendój es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

## ÍNDICE SISTEMÁTICO

<b>PRÓLOGO</b> .....	7
<b>MARCO LEGAL Y REGULATORIO DE LA FINANCIACIÓN CORPORATIVA EN ESPAÑA.</b> Carolina ALBUERNE .....	35
I. INTRODUCCIÓN .....	39
II. REGULACIÓN DE LA FINANCIACIÓN CORPORATIVA .....	39
1. El contrato de préstamo .....	40
1.1. Origen de la figura y evolución .....	40
1.2. Configuración legal del préstamo mercantil .....	40
2. El contrato de apertura de crédito .....	42
III. LA CONCESIÓN DE CRÉDITO POR ENTIDADES DE CRÉDITO .....	43
1. Tratamiento prudencial .....	43
2. Operativa transfronteriza. Actividad objeto de reconocimiento mutuo .....	45
3. Requerimientos de sostenibilidad .....	46
IV. ANÁLISIS COMPARADO CON OTROS PAÍSES DE NUESTRO ENTORNO .....	47
1. Alemania .....	47
2. Austria .....	47
3. Francia .....	48
4. Irlanda .....	48
5. Italia .....	49
6. Portugal .....	49
V. <i>SHADOW BANKING</i> EN LA CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS ..	50
VI. CONCLUSIÓN .....	53
VII. BIBLIOGRAFÍA .....	53

<b>LA FASE PREPARATORIA: LOS ACUERDOS DE CONFIDENCIALIDAD Y LAS CARTAS DE MANDATO.</b> Luis JIMÉNEZ y Santiago SAINZ .....	57
I. INTRODUCCIÓN.....	61
II. FASES DEL PERIODO PREPARATORIO DE UNA FINANCIACIÓN .....	63
1. Fase anterior al mandato .....	63
1.1. Fase de identificación de necesidades.....	63
1.2. Fase de identificación de <i>arrangers</i> y primeros contactos .....	63
1.3. Fase de negociación y firma de la carta de mandato y del <i>term sheet</i> de la financiación .....	64
2. Fase de mandato .....	64
III. LA CARTA DE MANDATO.....	65
1. Introducción y tipos de carta de mandato .....	65
2. Contenido de la carta de mandato.....	66
2.1. Mandato y, en su caso, aseguramiento .....	66
2.2. Condiciones a la oferta de colocación y, en su caso, aseguramiento .....	66
2.3. Efecto sustancial adverso.....	67
2.4. Exclusividad - <i>Clear market</i> .....	67
2.5. <i>Market flex</i> .....	68
2.6. Sindicación.....	69
2.7. Indemnización .....	69
2.8. Plazo. Terminación .....	69
2.9. Comisiones, costes y gastos.....	70
IV. EL <i>TERM SHEET</i> .....	71
1. Introducción y tipos de <i>term sheets</i> .....	71
1.1. Introducción .....	71
1.2. Tipos de <i>term sheets</i> .....	72
1.2.1. <i>Long form term sheet vs. short form term sheet</i> .....	72
1.2.2. <i>Term sheet</i> vinculante vs. <i>term sheet</i> no vinculante .....	73

2.	Contenido del <i>term sheet</i> . . . . .	74
2.1.	Párrafo introductorio . . . . .	74
2.2.	Partes . . . . .	75
2.3.	Condiciones de firma . . . . .	75
2.4.	Importe, plazo y disposiciones . . . . .	76
2.5.	Intereses y comisiones . . . . .	76
2.6.	Amortización . . . . .	77
2.7.	Obligaciones de carácter financiero . . . . .	77
2.8.	Declaraciones, obligaciones y supuestos de vencimiento anticipado . . . . .	77
2.9.	Garantías . . . . .	78
2.10.	Otros . . . . .	78
V.	LOS ACUERDOS DE CONFIDENCIALIDAD . . . . .	78
<b>PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS (I): TIPOS DE INTERÉS, CONDICIONES DE DISPOSICIÓN, AMORTIZACIÓN.</b> Gaspar ATIENZA y Javier BOSCH . . . . .		81
I.	INTRODUCCIÓN . . . . .	85
II.	TIPOS DE INTERÉS . . . . .	85
1.	División en periodos de interés . . . . .	85
2.	Cálculo del tipo de interés aplicable . . . . .	86
2.1.	Índices de referencia más frecuentes . . . . .	87
2.2.	Margen aplicable . . . . .	88
3.	Consecuencias de la elección de un tipo de interés variable . . . . .	89
3.1.	Contratación de operaciones de cobertura de riesgos de tipos de interés . . . . .	89
3.2.	Cláusulas suelo . . . . .	90
3.3.	Cálculo de un tipo de interés de referencia sustitutivo . . . . .	90
3.4.	Ruptura de mercado . . . . .	91
3.5.	Pago de intereses mediante la emisión de nueva deuda (PIK) . . . . .	92
III.	CONDICIONES DE DISPOSICIÓN . . . . .	93
1.	Concepto . . . . .	93

2.	Condiciones de disposición más habituales. . . . .	94
3.	Diferencia entre condiciones de firma y condiciones de disposición . . . . .	95
IV.	AMORTIZACIÓN. . . . .	98
1.	Amortización ordinaria . . . . .	98
2.	Amortización anticipada voluntaria. . . . .	99
3.	Amortización anticipada obligatoria . . . . .	100
4.	Consecuencias de la amortización anticipada voluntaria u obligatoria . . . . .	101
4.1.	Costes de ruptura de período de interés . . . . .	101
4.2.	Costes de ruptura de los contratos de cobertura de riesgos de tipos de interés . . . . .	101
4.3.	<i>Make-whole</i> y otras cláusulas de compensación a las entidades financiadoras . . . . .	102
4.4.	Imputación de los importes amortizados anticipa- damente . . . . .	102
4.5.	Restricciones relacionadas con la prohibición de asistencia financiera . . . . .	102
V.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	103
 <b>PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS (II): DECLARACIONES Y GARANTÍAS, OBLIGACIONES DEL DEUDOR, SUPUESTOS DE INCUMPLIMIEN- TO Y PROTECCIÓN DE LAS PARTES. José Miguel PINILLOS y Cle- mente MATEO. . . . .</b>		 105
I.	CONSIDERACIONES INICIALES SOBRE LAS DISPOSICIONES DE PROTECCIÓN DE LAS PARTES. . . . .	109
II.	DECLARACIONES Y GARANTÍAS DEL DEUDOR . . . . .	110
1.	Introducción, definición y finalidad de las declaraciones y garantías. . . . .	110
2.	Declaraciones y garantías habituales bajo los contratos de financiación . . . . .	111
3.	El otorgamiento inicial de las declaraciones y garantías y su reiteración . . . . .	118
4.	La matización de las declaraciones y garantías . . . . .	119
III.	OBLIGACIONES DEL FINANCIADO . . . . .	120
1.	Introducción, definición y finalidad. . . . .	120

2.	Las obligaciones de información . . . . .	121
2.1.	Información periódica . . . . .	121
2.2.	Otras obligaciones de información puntual . . . . .	122
3.	Las obligaciones de hacer . . . . .	123
4.	Las obligaciones de no hacer . . . . .	124
5.	Especial referencia a las obligaciones de mantenimiento de ratios financieros . . . . .	127
IV.	CAUSAS DE VENCIMIENTO ANTICIPADO Y DECLARACIÓN DE VENCIMIENTO ANTICIPADO DEL CONTRATO DE FINANCIACIÓN . . . . .	128
1.	Cláusulas de vencimiento anticipado habituales en los contratos de financiación . . . . .	129
2.	Declaración de vencimiento anticipado del contrato de financiación . . . . .	132
V.	BIBLIOGRAFÍA . . . . .	132
	<b>LAS FINANCIACIONES SINDICADAS EN ESPAÑA: RÉGIMEN DE MAYORÍAS Y AGENCIA.</b> José-Félix ZALDÍVAR y María PAN DE SORALUCE . . . . .	135
I.	INTRODUCCIÓN . . . . .	139
1.	Delimitación del concepto . . . . .	139
2.	Usos y beneficios de la financiación sindicada . . . . .	140
2.1.	Volumen de fondos . . . . .	140
2.2.	Los tiempos . . . . .	141
2.3.	Liderazgo y relaciones comerciales . . . . .	141
3.	Los pactos de sindicación en la normativa concursal . . . . .	141
II.	RÉGIMEN DE MAYORÍAS . . . . .	142
1.	Principio de mancomunidad e independencia . . . . .	142
2.	Régimen de mayorías . . . . .	142
2.1.	Mayoría ordinaria . . . . .	143
2.2.	Unanimidad . . . . .	143
2.3.	Mayoría cualificada . . . . .	144
2.4.	Mayorías particulares . . . . .	145
2.5.	Novaciones . . . . .	145
3.	Cláusulas relevantes: <i>snooze you lose</i> y <i>yank the bank</i> . . . . .	146

3.1.	<i>Snooze you lose</i> . . . . .	146
3.2.	<i>Yank the bank</i> . . . . .	147
III.	EL AGENTE. . . . .	148
1.	La figura de agente . . . . .	148
1.1.	Naturaleza jurídica . . . . .	148
1.2.	Labores principales . . . . .	149
2.	Especial mención a las labores de representación de los acreedores. . . . .	150
3.	Tipos de agente. . . . .	153
3.1.	Agente interno . . . . .	153
3.2.	Agente externo . . . . .	154
4.	Nombramiento, renuncia y cese . . . . .	155
4.1.	Nombramiento y remuneración . . . . .	155
4.2.	Renuncia y cese del agente . . . . .	156
5.	La responsabilidad del agente . . . . .	156
5.1.	Riesgo de desembolso; pago liberatorio . . . . .	156
5.2.	Riesgo crediticio . . . . .	158
5.3.	Determinación de importes variables . . . . .	158
5.4.	Acreditación de las condiciones suspensivas. . . . .	159
5.5.	Custodia . . . . .	159
5.6.	Otras responsabilidades . . . . .	159
5.7.	Limitaciones de responsabilidad . . . . .	160
IV.	CONCLUSIONES . . . . .	160
V.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	161
	<b>EMISIÓN DE OBLIGACIONES. ESPECIAL REFERENCIA A LOS HIGH YIELD BONDS.</b> Cristina MORENO y Belén MOLINS . . . . .	163
I.	LAS OBLIGACIONES COMO MEDIO DE FINANCIACIÓN O DE OBTENCIÓN DE RECURSOS FINANCIEROS. PRINCIPALES ASPECTOS ECONÓMICOS . . . . .	167
II.	ASPECTOS JURÍDICOS DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES . . . . .	170
1.	Concepto . . . . .	170
2.	Requisitos subjetivos . . . . .	170
3.	Límite cuantitativo a la emisión de obligaciones . . . . .	171

4.	Procedimiento: requisitos formales . . . . .	172
4.1.	El acuerdo de emisión . . . . .	172
4.2.	La escritura pública de emisión . . . . .	173
4.3.	Otra documentación . . . . .	174
5.	Las garantías de la emisión . . . . .	175
6.	La suscripción de las obligaciones . . . . .	176
7.	El reembolso de las obligaciones y la cancelación de las garantías . . . . .	176
III.	LA PROTECCIÓN DE LOS OBLIGACIONISTAS Y SUS MECANISMOS DE DEFENSA . . . . .	177
1.	Principales derechos de los obligacionistas . . . . .	177
1.1.	Derecho a percibir los intereses . . . . .	177
1.2.	Derecho de reembolso del principal . . . . .	178
2.	Justificación de la protección especial del obligacionista . . . . .	178
3.	Protección anterior a la emisión . . . . .	179
3.1.	Principio de reserva en favor de determinados sujetos . . . . .	179
3.2.	Escritura pública e inscripción de la emisión . . . . .	180
3.3.	Intervención del comisario . . . . .	180
3.4.	Garantías específicas de la emisión . . . . .	181
4.	Protección posterior a la emisión . . . . .	181
4.1.	El sindicato de obligacionistas . . . . .	181
4.2.	Otras medidas de protección específicas de las obligaciones convertibles . . . . .	184
IV.	LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES SUJETA A LEY EXTRANJERA . . . . .	184
V.	LAS EMISIONES SUJETAS A LA LEY DE LOS MERCADOS DE VALORES: RÉGIMEN ESPECIAL . . . . .	185
1.	La escritura de emisión . . . . .	186
2.	El sindicato de obligacionistas . . . . .	187
VI.	LAS EMISIONES DE DEUDA DE ALTO RENDIMIENTO O <i>HIGH YIELD</i> . . . . .	188
1.	Aproximación a la figura de las emisiones de deuda <i>high yield</i> . . . . .	188
2.	Algunos riesgos clave en los bonos <i>high yield</i> . . . . .	189
2.1.	Riesgo de incumplimiento ( <i>default risk</i> ) . . . . .	190

2.2.	Riesgo económico. . . . .	190
2.3.	Riesgo de liquidez. . . . .	190
2.4.	Riesgo de tipo de interés . . . . .	190
3.	La elección de la entidad emisora de deuda <i>high yield</i> . .	191
4.	Aspectos jurídicos a tener en cuenta en las emisiones de deuda <i>high yield</i> . . . . .	191
4.1.	Términos y condiciones más habituales . . . . .	191
4.2.	Determinación de la ley aplicable. . . . .	194
5.	Proceso y documentación de una emisión de deuda <i>high yield</i> . . . . .	195
5.1.	<i>Due diligence</i> legal . . . . .	195
5.2.	<i>Offering memorandum</i> o documento de oferta . . .	195
5.3.	El contrato de compraventa y el contrato de emisión. . . . .	196
5.4.	Opiniones legales . . . . .	196
5.5.	Las garantías de la emisión . . . . .	197
5.6.	<i>Rating</i> o calificación crediticia de la emisión . . . .	197
VII.	CONCLUSIÓN. . . . .	197
VIII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	198
	<b>EL CONTRATO ENTRE ACREEDORES.</b> Sebastián SÁENZ DE SANTA MARÍA y Laura BARROSO . . . . .	201
I.	ORIGEN Y PROPÓSITO. . . . .	205
II.	PARTES DEL CONTRATO . . . . .	206
1.	Los acreedores . . . . .	206
2.	El deudor. . . . .	207
3.	El agente de garantías . . . . .	209
III.	APLICACIÓN PRÁCTICA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES: CONTEXTO HISTÓRICO Y TRANSACCIONAL . . . . .	210
IV.	LOS EFECTOS DE LA SUBORDINACIÓN RELATIVA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES EN SEDE DE REESTRUCTURACIONES O CONCURSO. . . . .	210
V.	PRINCIPALES CLÁUSULAS DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES. . . . .	212
1.	Introducción . . . . .	212

2.	Rango entre acreedores . . . . .	212
3.	Reglas de votación . . . . .	214
4.	Ejecución y liberación de garantías . . . . .	216
4.1.	Ejecución de garantías . . . . .	216
4.2.	Liberación de garantías . . . . .	217
5.	Periodos de espera . . . . .	219
6.	Aplicación de pagos y redistribución. . . . .	219
7.	Restricciones y derechos adicionales. . . . .	221
8.	Cláusula de prevalencia . . . . .	222
9.	Regulación de nuevos instrumentos de deuda y de las cesiones de los acreedores . . . . .	222
9.1.	Nuevos instrumentos de deuda . . . . .	222
9.2.	Cesiones . . . . .	223
VI.	LEY, JURISDICCIÓN APLICABLE Y REQUISITOS DE FORMA . . . . .	223
VII.	CONCLUSIÓN. . . . .	224
VIII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	224
<b>LOS DERIVADOS SOBRE TIPOS DE INTERÉS.</b> José Manuel CUENCA MIRANDA . . . . .		227
I.	INTRODUCCIÓN A SU CONCEPTO Y FUNCIÓN . . . . .	231
II.	CLASES: <i>CAPS</i> , <i>FLOORS</i> , <i>COLLARS</i> Y <i>SWAPS</i> . . . . .	233
1.	<i>Caps</i> (y <i>floors</i> y <i>collars</i> ) . . . . .	233
2.	<i>Swaps</i> . . . . .	234
III.	NORMATIVA APLICABLE. . . . .	235
IV.	DOCUMENTACIÓN: ISDA Y CMOF . . . . .	236
1.	Introducción . . . . .	236
2.	ISDA y CMOF: contenido y principales diferencias. . . . .	237
3.	Consideraciones de Derecho Internacional Privado. . . . .	241
V.	LOS IRS EN LA INSOLVENCIA DEL CLIENTE. . . . .	243
VI.	LITIGIOSIDAD . . . . .	246
1.	Vicios del consentimiento . . . . .	246
2.	Falta de capacidad/competencia . . . . .	247
3.	La frustración del contrato y la cláusula <i>rebus sic stantibus</i> . . . . .	248

4.	Ley de Defensa de la Competencia . . . . .	249
5.	Los requisitos aplicativos del RDL 5/2005: operaciones únicas . . . . .	250
6.	La naturaleza sinalagmática o no de los IRSs . . . . .	251
VII.	AGRADECIMIENTOS . . . . .	252
VIII.	BIBLIOGRAFÍA . . . . .	252
<b>LA FINANCIACIÓN DE PROYECTOS.</b> Eugenio FERNÁNDEZ-RICO NÚÑEZ . . . . .		255
I.	LA FINANCIACIÓN DE PROYECTO . . . . .	259
1.	Definición . . . . .	259
2.	Características distintivas . . . . .	259
3.	Ventajas y desventajas . . . . .	260
4.	Sujetos intervinientes . . . . .	261
4.1.	Los promotores y la sociedad de proyecto . . . . .	261
4.2.	Terceros: Proveedores, adquirentes y usuarios del servicio . . . . .	261
4.3.	Los financiadores . . . . .	262
II.	RIESGOS INHERENTES Y SU MITIGACIÓN . . . . .	262
1.	El proceso de <i>due diligence</i> . . . . .	262
2.	Asignación de los riesgos del proyecto . . . . .	264
2.1.	Riesgo de construcción . . . . .	264
2.2.	Riesgo de operación y mantenimiento . . . . .	265
2.3.	Riesgo de demanda . . . . .	266
2.4.	Riesgo de suministro . . . . .	266
2.5.	Riesgo político y/o de divisa . . . . .	266
2.6.	Causas de fuerza mayor . . . . .	267
III.	ESTRUCTURA CONTRACTUAL . . . . .	267
1.	Estructuras de financiación . . . . .	267
2.	Contrato de financiación principal . . . . .	269
2.1.	Canalización de la financiación . . . . .	269
2.2.	Obligaciones de hacer y de no hacer . . . . .	270
2.3.	Los créditos sindicados . . . . .	271
3.	Instrumentos de financiación accesorios . . . . .	271

3.1.	Contrato de crédito IVA . . . . .	271
3.2.	Líneas de avales . . . . .	272
3.3.	Contratos de cobertura de riesgos de tipos de interés. . . . .	272
3.4.	El contrato entre acreedores . . . . .	272
IV.	LOS CONTRATOS DE GARANTÍAS. . . . .	274
1.	La estructura de garantías . . . . .	274
2.	El apoyo de los accionistas . . . . .	274
3.	Las garantías reales . . . . .	276
4.	Los acuerdos directos . . . . .	277
V.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	277
<b>FINANCIACIONES DE ADQUISICIÓN. Ignacio ZAPATA. . . . .</b>		<b>281</b>
I.	INTRODUCCIÓN. . . . .	285
II.	ASISTENCIA FINANCIERA . . . . .	285
III.	ESTRUCTURA: FUENTES DE FINANCIACIÓN . . . . .	289
1.	<i>Equity y quasi-equity</i> . . . . .	290
2.	<i>Deuda senior</i> . . . . .	290
3.	<i>Deuda mezzanine, PIK y unitranche</i> . . . . .	293
4.	<i>Deuda High Yield</i> . . . . .	293
5.	Financiación del vendedor . . . . .	294
IV.	CUESTIONES RELEVANTES EN LA ESTRUCTURACIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE ADQUISICIÓN . . . . .	294
V.	CERTEZA DE FONDOS . . . . .	296
1.	La certeza de fondos en adquisiciones públicas y privadas . . . . .	296
2.	Estructura de una cláusula de Certeza de Fondos en una compraventa privada. . . . .	297
2.1.	La Certeza de Fondos en el contrato LMA . . . . .	297
2.2.	El período de Certeza de Fondos. . . . .	297
2.3.	Disposiciones sujetas a Certeza de Fondos . . . . .	298
2.4.	Declaración Sustancial, Obligación Sustancial e Incumplimiento Sustancial . . . . .	299
2.4.1.	Declaración Sustancial. . . . .	300

2.4.2.	Obligación Sustancial . . . . .	300
2.4.3.	Incumplimiento Sustancial . . . . .	301
3.	Limitaciones a la salida de las entidades financiadoras durante el Periodo de Certeza de Fondos . . . . .	302
VI.	<i>EQUITY CURES</i> . . . . .	303
1.	Incumplimiento subsanable mediante el mecanismo de <i>equity cure</i> . . . . .	303
2.	Número máximo y frecuencia en el ejercicio del <i>equity cure</i> . . . . .	304
3.	Naturaleza de los fondos aportados. . . . .	304
4.	Contabilización de los fondos aportados. . . . .	305
5.	Destino o aplicación de los nuevos fondos aportados . . . . .	306
6.	Momento o plazo disponible para el ejercicio del <i>equity cure</i> . . . . .	306
7.	Otras consideraciones: <i>Deemed cure</i> , <i>Mulligan</i> y <i>Round-tripping</i> . . . . .	307
7.1.	<i>Deemed cure</i> y <i>Mulligan</i> . . . . .	307
7.2.	<i>Round-tripping</i> . . . . .	307
VII.	<i>CLEAN-UP</i> . . . . .	308
VIII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	310
	<b>FINANCIACIÓN INMOBILIARIA.</b> Fernando AZOFRA y Raquel YANNONE . . . . .	313
I.	INTRODUCCIÓN A LA FINANCIACIÓN INMOBILIARIA . . . . .	317
II.	ESTRUCTURA . . . . .	317
1.	SPV . . . . .	318
2.	SOCIMI. . . . .	318
3.	Sociedades patrimoniales . . . . .	319
III.	TIPOS DE FINANCIACIÓN INMOBILIARIA . . . . .	319
1.	Financiación de adquisición . . . . .	319
2.	Financiación para la promoción . . . . .	320
3.	Financiación mixta o dividida en tramos. . . . .	320
4.	Contrato de crédito inmobiliario . . . . .	321
IV.	ESPECIALIDADES DEL CONTRATO DE FINANCIACIÓN INMOBILIARIO . . . . .	322

1.	Partes del contrato . . . . .	322
2.	Disposición y condiciones suspensivas . . . . .	324
2.1.	Condiciones suspensivas a la firma del contrato de financiación y a la primera disposición . . . . .	324
2.2.	Condiciones suspensivas a ulteriores disposiciones . . . . .	329
3.	Amortización ordinaria y anticipada . . . . .	330
3.1.	Amortización ordinaria . . . . .	330
3.2.	Amortización anticipada . . . . .	331
4.	Manifestaciones y garantías . . . . .	332
5.	Obligaciones de las partes . . . . .	334
6.	Ratios financieros . . . . .	335
6.1.	<i>Loan to value</i> . . . . .	335
6.2.	Ratio de cobertura del servicio de la deuda (DSCR) . . . . .	336
6.3.	Ratio de cobertura de interés (ICR) . . . . .	336
6.4.	<i>Ratio debt-yield</i> . . . . .	336
6.5.	Cálculo de los ratios financieros. Subsanación . . . . .	336
7.	Cuentas bancarias . . . . .	337
8.	Supervisión del proyecto e intervención ( <i>step-in rights</i> ) . . . . .	338
8.1.	Supervisión del proyecto . . . . .	338
8.2.	Intervención en el proyecto ( <i>step-in rights</i> ) . . . . .	338
9.	Vencimiento anticipado . . . . .	339
10.	Garantías reales . . . . .	340
V.	BIBLIOGRAFÍA . . . . .	343
<b>FINANCIACIÓN DE BUQUES Y AERONAVES.</b> Carlos LÓPEZ-QUIROGA . . . . .		347
I.	INTRODUCCIÓN . . . . .	351
1.	Breve historia de la financiación naval y aeronáutica . . . . .	351
2.	Importancia de la financiación de buques y aeronaves en la economía global . . . . .	351
II.	FINANCIACIÓN DE BUQUES . . . . .	352
1.	Financiación de proyectos de construcción naval y es- tructura de garantías . . . . .	352

1.1.	Financiación y garantías del constructor o «financiación astillero» . . . . .	352
1.2.	Financiación y garantías del comitente o armador. . . . .	353
1.3.	Estructuras financieras: El sistema de <i>tax lease</i> español . . . . .	354
1.4.	La hipoteca naval . . . . .	356
III.	FINANCIACIÓN DE AERONAVES . . . . .	357
1.	Financiación para la adquisición de aeronaves . . . . .	357
1.1.	Préstamos bancarios . . . . .	358
1.2.	Arrendamiento operativo . . . . .	358
1.3.	Arrendamiento financiero . . . . .	359
2.	Registro de aeronaves y garantías . . . . .	360
3.	El Convenio de Ciudad del Cabo en sede de aeronaves . . . . .	361
3.1.	Antecedentes, objetivos y desarrollo del convenio . . . . .	361
3.2.	Ámbito de aplicación del sistema de Ciudad del Cabo . . . . .	362
3.3.	La garantía internacional del Convenio . . . . .	362
3.3.1.	La constitución de la garantía. . . . .	362
3.3.2.	Situaciones jurídicas inscribibles . . . . .	363
3.3.3.	El rango de la garantía internacional . . . . .	363
3.3.4.	Medidas ante el incumplimiento de la obligación garantizada. . . . .	364
3.4.	El Registro Internacional . . . . .	367
3.4.1.	Garantías registrables. . . . .	367
3.4.2.	Funcionamiento del RI. . . . .	367
IV.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	367
	<b>PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS.</b> Javier TORTUERO . . . . .	369
I.	ANTECEDENTES. . . . .	373
II.	NOTAS CARACTERÍSTICAS DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS. . . . .	376
III.	EVOLUCIÓN DE LA REGULACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS EN ESPAÑA. . . . .	378
IV.	NATURALEZA JURÍDICA DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS . . . . .	380

V.	FINALIDAD DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS . . . . .	382
VI.	ELEMENTOS CONFIGURADORES DEL CONTRATO DE PRÉSTAMO PARTICIPATIVO . . . . .	383
	1. Elemento subjetivo . . . . .	383
	2. Elemento retributivo . . . . .	384
	3. Elemento temporal (plazo). . . . .	385
	4. Rango de las obligaciones resultantes del préstamo participativo. . . . .	386
	5. Consideración del importe del préstamo como fondos propios a los efectos de la legislación mercantil . . . . .	388
	6. Derechos de control e información . . . . .	388
	7. Elemento formal . . . . .	389
VII.	LA PROBLEMÁTICA DE LA AMORTIZACIÓN ANTICIPADA DE LOS PRÉSTAMOS PARTICIPATIVOS. . . . .	389
VIII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	396
	<b>FINANCIACIÓN DE FONDOS O <i>DIRECT LENDING</i>.</b> Ignacio ÁLVAREZ COUSO y Lucas DELCLAUX. . . . .	401
I.	INTRODUCCIÓN. . . . .	405
II.	FINALIDAD DEL <i>DIRECT LENDING</i> : EL RETORNO DE LA INVERSIÓN . . . . .	406
	1. Diferencias en las fuentes de financiación de fondos y bancos . . . . .	406
	2. El rendimiento de la inversión en el <i>direct lending</i> (yield) . . . . .	407
III.	PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL <i>DIRECT LENDING</i> . . . . .	408
	1. Propósito de la financiación . . . . .	408
	2. Precio o coste del <i>direct lending</i> . . . . .	409
	3. Amortización . . . . .	412
	4. Disposición y cuentas bancarias . . . . .	413
	5. Ratios financieros y obligaciones específicas. . . . .	415
	6. Cesión y sindicación de las financiaciones de fondos . . . . .	415
IV.	ESTRUCTURAS TÍPICAS DE FINANCIACIÓN DE FONDOS. . . . .	416
	1. Financiación <i>mezzanine</i> . . . . .	416
	2. Financiación <i>unitranche</i> . . . . .	416

V.	MECANISMOS DE BLINDAJE DEL RETORNO DE LA INVERSIÓN: <i>CALL PROTECTIONS</i> . . . . .	417
1.	Concepto del <i>call protection</i> . . . . .	417
2.	Tipos de <i>call protections</i> . . . . .	418
2.1.	<i>Soft call protections</i> . . . . .	418
2.2.	<i>Hard call protections</i> . . . . .	419
2.3.	Prima <i>make whole</i> . . . . .	420
VI.	ALGUNAS CONSIDERACIONES SOBRE LAS GARANTÍAS EN OPERACIONES DE <i>DIRECT LENDING</i> . . . . .	420
1.	Las estructuras de «doble LuxCo» . . . . .	421
2.	Breve mención a las limitaciones en las garantías financieras y las hipotecas flotantes. . . . .	424
VII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	425
	<b>FINANCIACIÓN Y SOSTENIBILIDAD: FINANCIACIÓN VERDE.</b> David LÓPEZ VELÁZQUEZ . . . . .	429
I.	INTRODUCCIÓN. . . . .	433
II.	ORÍGENES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA. . . . .	435
III.	LA REGULACIÓN. . . . .	436
IV.	LOS CONCEPTOS . . . . .	438
V.	COMPONENTES ESENCIALES . . . . .	440
1.	Financiaciones verdes y sociales . . . . .	440
1.1.	Uso de los fondos . . . . .	440
1.2.	Proceso de selección y evaluación de proyectos . . . . .	441
1.3.	Gestión de fondos . . . . .	442
1.4.	Información . . . . .	442
2.	Financiaciones vinculadas a objetivos de sostenibilidad . . . . .	443
2.1.	Selección de indicadores clave de rendimiento (KPIs). . . . .	443
2.2.	Calibración de Objetivos de Rendimiento de Sostenibilidad (SPTs) . . . . .	444
2.3.	Características de la financiación . . . . .	445
2.4.	Información . . . . .	446
2.5.	Verificación externa . . . . .	446
VI.	TÉRMINOS CONTRACTUALES HABITUALES . . . . .	447

VII.	CONSECUENCIAS DEL INCUMPLIMIENTO: LA DESCLASIFICACIÓN.....	448
VIII.	BIBLIOGRAFÍA.....	449
<b>RÉGIMEN DE GARANTÍAS PERSONALES.</b> Blanca ARLABÁN.....		451
I.	INTRODUCCIÓN.....	455
II.	LA FIANZA.....	457
1.	Concepto.....	457
2.	Rasgos definitorios.....	458
3.	Relación triangular.....	460
3.1.	Las relaciones entre el fiador y el acreedor.....	460
3.2.	Las relaciones entre el deudor y el fiador.....	461
3.3.	Extinción de la fianza.....	463
3.4.	Supuestos especiales: fianza solidaria, cofianza y subfianza.....	464
3.4.1.	Fianza solidaria.....	464
3.4.2.	Cofianza.....	464
3.4.3.	Subfianza.....	465
III.	LA GARANTÍA A PRIMER REQUERIMIENTO.....	466
1.	Concepto y rasgos definitorios.....	466
2.	La « <i>exceptio doli</i> ».....	467
IV.	LAS CARTAS DE PATROCINIO.....	468
V.	BIBLIOGRAFÍA.....	470
<b>RÉGIMEN DE GARANTÍAS REALES.</b> Blanca ARLABÁN.....		477
I.	INTRODUCCIÓN.....	481
II.	RASGOS COMUNES DE LAS GARANTÍAS REALES.....	482
III.	LA PRENDA.....	486
1.	La prenda ordinaria o posesoria.....	486
1.1.	La posesión como requisito constitutivo de la prenda posesoria.....	486
1.2.	Derechos y obligaciones del acreedor pignoraticio.....	487
2.	La prenda de créditos.....	488

2.1.	Admisibilidad de la prenda de créditos; la prenda de créditos futuros como variante especial de la prenda de créditos . . . . .	488
2.2.	Requisitos constitutivos: prendas posesorias vs. prendas sin desplazamiento . . . . .	489
2.3.	Resistencia al concurso de la prenda de créditos futuros. . . . .	493
2.4.	Ejecución por compensación . . . . .	494
3.	La prenda de acciones y participaciones . . . . .	494
3.1.	Requisitos constitutivos . . . . .	494
3.2.	Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones . . . . .	495
3.3.	Ejercicio de los derechos de socio. . . . .	496
IV.	LAS GARANTÍAS FINANCIERAS. . . . .	497
1.	Concepto y rasgos esenciales . . . . .	497
2.	Estatuto privilegiado de las garantías financieras . . . . .	500
V.	LA HIPOTECA INMOBILIARIA . . . . .	501
1.	Concepto y rasgos definitorios. . . . .	501
2.	Hipotecas legales y voluntarias. Requisitos de constitución. . . . .	503
3.	Objeto y extensión . . . . .	504
4.	Obligaciones garantizadas: hipotecas de máximo e hipotecas flotantes . . . . .	505
5.	Derecho de realización; <i>ius distrahendi</i> . . . . .	508
VI.	LA HIPOTECA MOBILIARIA Y LA PRENDA SIN DESPLAZAMIENTO DE LA POSESIÓN . . . . .	509
VII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	512
<b>LA FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS.</b> Rafael GARCÍA LLANEZA y Jorge RUIZ DE ANGULO IMEDIO . . . . .		519
I.	INTRODUCCIÓN. . . . .	523
II.	LA TRIBUTACIÓN DIRECTA DE LA FINANCIACIÓN CON RECURSOS AJENOS. . . . .	524
1.	La tributación directa para el financiado . . . . .	525
2.	La retención . . . . .	528
3.	La tributación directa para el inversor . . . . .	530

III.	LA PROBLEMÁTICA DE LA FINANCIACIÓN INTERNACIONAL .....	533
1.	La cláusula de elevación al íntegro .....	533
2.	Las prácticas abusivas; el beneficiario efectivo .....	535
2.1.	El concepto de beneficiario efectivo y su plasmación en la OCDE y en la UE .....	536
2.2.	Los casos daneses .....	537
IV.	LA FISCALIDAD INDIRECTA EN LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN .....	538
V.	SINGULARIDADES DE ALGUNAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN .....	539
1.	El préstamo participativo .....	539
2.	Financiación mediante obligaciones, bonos y pagarés: la disposición adicional primera de la Ley 10/2014 .....	540
3.	El contrato de cuentas en participación .....	541
4.	El régimen naviero: referencia a las estructuras de <i>tax lease</i> .....	542
5.	Fiscalidad de los productos derivados: futuros y opciones	543
5.1.	Implicaciones para el emisor del derivado .....	543
5.2.	Implicaciones fiscales para los inversores .....	544
VI.	LA TRIBUTACIÓN DE LAS GARANTÍAS .....	546
VII.	LA TRIBUTACIÓN EN CASO DE CRISIS FINANCIERA .....	547
1.	Quitas y esperas .....	548
2.	Capitalización de créditos .....	549
3.	Tributación indirecta .....	550
VIII.	BIBLIOGRAFÍA .....	550
<b>CLÁUSULAS DE JURISDICCIÓN Y DE LEY APLICABLE.</b> Francisco GARCIMARTÍN .....		553
I.	INTRODUCCIÓN .....	557
II.	CLÁUSULAS DE JURISDICCIÓN .....	558
1.	Introducción .....	558
2.	Reglamento Bruselas I bis: artículo 25 .....	561
2.1.	Planteamiento general y ámbito de aplicación ...	561
2.2.	Condiciones de validez de la cláusula .....	562

2.3.	Efectos y alcance de la cláusula . . . . .	564
2.4.	Remedios . . . . .	567
2.5.	Límites: foros de protección y foros exclusivos . . .	568
3.	Convenio de Lugano . . . . .	569
4.	LOPJ . . . . .	569
III.	CLÁUSULA DE LEY APLICABLE . . . . .	570
1.	Régimen general . . . . .	570
2.	Ámbito de la ley aplicable. . . . .	573
3.	Límites . . . . .	575
3.1.	Contratos internos. . . . .	575
3.2.	Contratos con consumidores. . . . .	576
3.3.	Leyes de policía . . . . .	577
IV.	OTRAS CUESTIONES: GARANTÍAS . . . . .	578
<b>LA EJECUCIÓN DE CRÉDITOS Y GARANTÍAS.</b> Agustín CAPILLA. . .		581
I.	CUESTIONES PRÁCTICAS EN RELACIÓN CON LOS REQUISITOS GENERALES DE EJECUTABILIDAD. . . . .	585
1.	Notas generales sobre el proceso de ejecución forzosa . .	585
1.1.	Requisitos de los títulos ejecutivos . . . . .	585
1.2.	Cuestiones prácticas sobre los motivos de oposición a la ejecución . . . . .	586
1.2.1.	Motivos de oposición procesales . . . . .	587
1.2.2.	Motivos de oposición de fondo . . . . .	587
1.3.	Breves notas sobre el procedimiento de oposición	588
1.4.	Posibilidad de suspender el incidente de ejecución por previa tramitación de un procedimiento declarativo con el mismo objeto . . . . .	590
2.	Cuestiones derivadas de la ejecución dineraria . . . . .	591
2.1.	La ejecución dineraria por cantidad líquida y liquidada. . . . .	591
2.2.	Regla general, excepciones y efectos del requerimiento de pago. . . . .	592
3.	Problemáticas derivadas de incumplimientos de obligaciones distintas a la obligación esencial de pago. . . . .	593

4.	Cuestiones internacionales: préstamo sujeto a derecho extranjero y garantía real en España . . . . .	595
II.	VÍAS DE EJECUCIÓN Y PARTICULARIDADES DERIVADAS DEL TIPO DE ACTIVO AFECTO A GARANTÍA REAL . . . . .	597
1.	Prenda sobre acciones no cotizadas y participaciones sociales. Referencia a la ejecución notarial. . . . .	597
2.	Prenda sobre acciones, valores o instrumentos de deuda cotizados. Referencia al artículo 322 del Código de Comercio y el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo . . .	598
3.	Prenda sobre derechos de crédito de cuentas corrientes y de otro tipo de deudores (comerciales, por ejemplo). Posibilidad de apropiación directa mediante comunicación y problemática del traslado posesorio . . . . .	600
III.	EFFECTOS DEL PRECONCURSO EN LA EJECUCIÓN DE LAS GARANTÍAS. . . . .	602
IV.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	604
	<b>LA FINANCIACIÓN Y EL CONCURSO DE ACREEDORES. Ángel ALONSO HERNÁNDEZ. . . . .</b>	<b>607</b>
I.	INTRODUCCIÓN. . . . .	611
II.	EFFECTOS DEL CONCURSO SOBRE LOS CONTRATOS . . . . .	612
1.	El principio general de vigencia de los contratos . . . . .	613
2.	Efectos del concurso sobre los contratos con obligaciones recíprocas . . . . .	614
3.	Efectos sobre los contratos pendientes de cumplimiento por el concursado únicamente . . . . .	616
3.1.	Contrato de arrendamiento financiero ( <i>leasing</i> ) . . .	617
3.2.	Contrato de permuta financiera ( <i>swap</i> ) de tipos de interés . . . . .	619
4.	Efectos sobre los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes . . . . .	620
5.	Resolución de contratos en el concurso . . . . .	621
5.1.	Resolución por incumplimiento . . . . .	622
5.2.	Mantenimiento del contrato por decisión judicial .	623
5.3.	Resolución en interés del concurso . . . . .	623
6.	Rehabilitación de contratos de financiación . . . . .	624

III.	EFFECTOS DEL CONCURSO SOBRE LOS CRÉDITOS DE FINANCIACIÓN . . . . .	625
1.	Suspensión del devengo de intereses . . . . .	626
2.	Compensación . . . . .	627
IV.	LA CLASIFICACIÓN DE CRÉDITOS DERIVADOS DE CONTRATOS DE FINANCIACIÓN . . . . .	628
1.	Créditos con privilegio especial y general . . . . .	629
2.	Créditos ordinarios y subordinados . . . . .	629
V.	EFFECTOS DEL CONCURSO SOBRE LAS ACCIONES Y LOS PROCEDIMIENTOS DECLARATIVOS Y EJECUTIVOS . . . . .	631
VI.	EL TRATAMIENTO EN EL CONCURSO DE LOS CRÉDITOS CON GARANTÍA REAL . . . . .	632
1.	Efectos del concurso sobre las ejecuciones de garantías reales . . . . .	632
2.	Pago de los créditos con privilegio especial . . . . .	633
3.	Realización de los bienes afectos . . . . .	634
VII.	CRÉDITOS GARANTIZADOS CON UN PATRIMONIO ADICIONAL . . . . .	636
1.	El fiador real . . . . .	636
2.	Acreeedores con garantías personales . . . . .	637
2.1.	Concurso del deudor principal garantizado con fianza . . . . .	637
2.2.	Concurso del fiador con beneficio de excusión y del fiador solidario . . . . .	638
3.	Coordinación de pagos . . . . .	639
VIII.	BIBLIOGRAFÍA . . . . .	639
	<b>LOS ACUERDOS DE REESTRUCTURACIÓN: FINANCIACIÓN INTERINA Y NUEVA FINANCIACIÓN.</b> Eloi COLLDEFORNIS y Javier YÁÑEZ . . . . .	647
I.	INTRODUCCIÓN . . . . .	651
1.	La financiación en empresas con dificultades . . . . .	651
2.	Breve apunte sobre los planes de reestructuración . . . . .	652
3.	Antecedentes normativos de las protecciones legales . . . . .	652
II.	NOCIONES DE FINANCIACIÓN INTERINA Y NUEVA FINANCIACIÓN A LOS FINES DE LA LEY CONCURSAL . . . . .	653

1.	Precisiones relativas a su ubicación sistemática. . . . .	653
2.	Concepto de financiación interina y nueva financiación .	654
III.	CARACTERÍSTICAS DE LA DOBLE PROTECCIÓN LEGAL . . . .	656
1.	Protección frente a la rescindibilidad concursal . . . . .	656
1.1.	Blindaje frente a la rescisión concursal . . . . .	656
1.2.	Inaplicación de presunciones relativas de perjuicio	657
2.	Mejora en la clasificación del crédito en un eventual concurso . . . . .	658
IV.	PRESUPUESTOS DE LA DOBLE PROTECCIÓN LEGAL . . . . .	659
1.	Introducción . . . . .	659
2.	Presupuesto temporal y subjetivo . . . . .	659
3.	Presupuesto teleológico. . . . .	660
4.	Afectación de una parte relevante del pasivo del deudor por el plan de reestructuración . . . . .	662
5.	Presupuesto formal. Homologación del plan de reestructuración. . . . .	663
6.	Control judicial específico. . . . .	664
V.	LA FINANCIACIÓN INTERINA COMO POSIBLE CLASE AFECTADA POR EL FUTURO PLAN DE REESTRUCTURACIÓN. . . .	665
1.	La presencia (o no) de la financiación en la formación de clases. Aproximación a su tratamiento en la práctica. . . .	665
2.	Fundamento y riesgos de la creación de una clase de financiación interina . . . . .	667
2.1.	Necesidad de afectación para poder formar una clase . . . . .	667
2.2.	Vocación de clase autónoma; determinación del rango . . . . .	668
2.3.	Carácter instrumental de la clase de «financiación interina» para el éxito de la reestructuración. . . . .	668
2.4.	Uso abusivo de la clase autónoma de «financiación interina» . . . . .	669
2.5.	Control <i>ex post</i> de la financiación interina participante en el plan . . . . .	670
VI.	CONCLUSIÓN. . . . .	671
VII.	BIBLIOGRAFÍA. . . . .	672

# **PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS (I): TIPOS DE INTERÉS, CONDICIONES DE DISPOSICIÓN, AMORTIZACIÓN**

Gaspar ATIENZA

Javier BOSCH

*Abogados. J&A Garrigues, S.L.P.*

- I. INTRODUCCIÓN
- II. TIPOS DE INTERÉS
- III. CONDICIONES DE DISPOSICIÓN
- IV. AMORTIZACIÓN
- V. BIBLIOGRAFÍA

## **RESUMEN**

El tipo de interés, las condiciones de disposición y el régimen de amortización, son cuestiones clave en cualquier operación de financiación, sea corporativa, de proyecto, de compra o de activos. En este capítulo los analizamos en detalle, procurando mostrar al lector interesado el amplio abanico de alternativas existentes y la relevancia de estas condiciones, tanto para el deudor como para el financiador. En muchos casos los términos aplicables se negocian, y por lo tanto se documentan, en función de las circunstancias particulares de la operación correspondiente, encontrándonos ante un sinfín de posibilidades. Los documentos de financiación regulan estas cuestiones en gran detalle.

## **PALABRAS CLAVE**

Tipo de interés variable y fijo, tipo de interés PIK, liquidación y vencimiento, artículo 1.740 del Código Civil, períodos de interés, EURIBOR, €STR, LIBOR, SOFR, cobertura de tipo de interés, cláusulas suelo, PIK, condiciones de disposición de firma y de cierre, amortización voluntaria, amortización obligatoria y *cash sweep*.

## **ABSTRACT**

The interest rate, the conditions for disbursement and the amortization regime, are key issues in any finance transaction, whether it is a corporate, project finance, LBO or asset finance deal. In this chapter we analyze these matters in great detail, trying to show the interest reader the numerous alternatives there are and the importance of these conditions, both the debtor and the lender. In many cases these terms are negotiated, and hence documented, on the basis of the circumstances of the deal, finding ourselves amidst and endless sea of possibilities. Finance documents regulate these matters in great detail.

## **KEYWORDS**

Fixed and variable interest rate, PIK interest rate, accrual and payment, due amounts, article 1,740 of the Civil Code, interest periods, EURIBOR, €STR, LIBOR, SOFR, interest rate hedging, floor, PIK, disbursement conditions for signing and closing, voluntary and mandatory prepayment and cash sweep.

## **I. INTRODUCCIÓN**

Analizamos aquí otros aspectos esenciales de los contratos de financiación, como son los tipos de interés aplicables con su amplia variedad (es decir, el precio del préstamo o crédito), las condiciones necesarias para la realización de disposiciones y su régimen de amortización.

## **II. TIPOS DE INTERÉS**

### **1. División en periodos de interés**

Aunque el artículo 1.740 del Código Civil prevé que el préstamo pueda ser gratuito o con pacto de pagar interés, en la práctica bancaria el principal dispuesto y pendiente de amortización bajo un contrato de financiación devenga intereses día a día, al tipo de interés nominal acordado por las partes, que varía enormemente en función de la operación de que se trate (según veremos en la siguiente sección), y sobre la base de unos periodos de interés (mensuales, semestrales, etc.) también pactados.

A los efectos de proceder a la liquidación y el pago de intereses, las partes pueden acordar que los intereses devengados durante la vida de la financiación se liquiden y sean abonados en la fecha de su vencimiento final, en cuyo caso toda la vida de la financiación será considerada un único periodo de interés. Pero esto no es lo más habitual.

En efecto, en operaciones a largo plazo, lo habitual es pactar que el tiempo comprendido entre la fecha en que tenga lugar la primera disposición de la línea correspondiente (en caso de que se trate de un crédito) o su íntegra disposición (como ocurre en los préstamos) y la fecha de vencimiento final correspondiente, se considere dividido en sucesivos periodos de interés. De este modo, en la fecha en que finalice cada periodo de interés se liquidarán los intereses devengados durante el mismo.

En los contratos también podrá acordarse que los intereses devengados y liquidados en la fecha de finalización de cada periodo de interés sean capitalizados (de tal forma que en lugar de abonarse, se incremente el principal del préstamo y durante el siguiente periodo de interés se devenguen nuevos intereses sobre un importe mayor), o bien que sean abonados en la misma fecha en que

se liquiden o en un plazo determinado, transcurrido el cual el impago de los intereses liquidados dará lugar al devengo de intereses de demora.

Lo más común es que se acuerde que los periodos de interés tengan una duración de uno, tres o seis meses (coincidiendo con el valor del índice de referencia seleccionado para depósitos de igual plazo de duración del período de interés correspondiente). No obstante, la documentación suele recoger ciertas excepciones reseñables:

a) El período de interés aplicable a las segundas y sucesivas disposiciones de un crédito terminará en la fecha en que finalice el período de interés correspondiente a su primera disposición, de modo que finalicen en la misma fecha todos los periodos de interés en vigor y se consoliden las disposiciones.

b) En la fecha de terminación del período de disposición (para el caso de un crédito) finalizarán todos los periodos de interés en curso y, en adelante, los sucesivos periodos vencerán en las fechas en que deba tener lugar el pago de las cuotas de amortización ordinaria del principal dispuesto.

c) El último período de interés finalizará en todo caso en la fecha de vencimiento final de la financiación, de tal forma que los intereses deban ser liquidados en la misma fecha en que deba devolverse la totalidad del crédito.

d) Si el último día de un período de interés fuera inhábil, el vencimiento tendrá lugar el primer día hábil inmediatamente posterior, salvo que éste correspondiera a otro período de interés, en cuyo caso se entenderá vencido el día hábil inmediatamente anterior.

## 2. Cálculo del tipo de interés aplicable

Las partes pueden acordar una amplia variedad de tipos de interés, combinando o utilizando un tipo fijo (que permanezca constante a lo largo del tiempo o expresado en un porcentaje anual fijo) y un tipo variable, con muchas modalidades. El tipo de interés dependerá sustancialmente del tipo de operación, de los activos subyacentes, de la calidad del riesgo del deudor y de múltiples derivadas financieras de la propia operación.

No obstante, lo más habitual en financiaciones de duración superior a un año, es establecer un tipo de interés que varíe en función de la evolución de un índice de referencia acordado, cuyo valor se revise al comienzo de cada período de interés, y al cual se le añadirá un margen y las tasas y costes incurridos por las entidades financiadoras en relación con la obtención en el mercado monetario de los fondos prestados. El margen —y por lo tanto el tipo de interés en su totalidad— puede ser un variable e instrumentarse como un tipo PIK (*payment in kind / pay if you can*) o como un valor sujeto a determinados parámetros de negocio o de estado de las cuentas del deudor, como veremos más adelante. Las alternativas, en definitiva, son extensas.

## 2.1. Índices de referencia más frecuentes

Los principales índices de referencia empleados en operaciones de financiación a tipo variable son los siguientes:

(i) El EURIBOR (en inglés, *Euro Interbank Offered Rate*) es calculado por el Instituto Europeo de Mercados Monetarios (EMMI, por sus siglas en inglés), quien define este índice como «el tipo de interés al que las entidades de crédito de países pertenecientes (o antiguos pertenecientes) a la Unión Europea y a la Asociación Europea de Libre Comercio pueden financiarse en el mercado mayorista sin garantías» para distintos plazos de vencimiento (una semana y uno, tres, seis o doce meses). El «mercado mayorista» se refiere al mercado en que los intermediarios financieros se prestan entre sí. La financiación «sin garantías» hace referencia a que los préstamos no están respaldados por activos de garantía, también llamados «collateral».

Desde enero de 2020, el Euríbor se calcula mediante un modelo híbrido basado en operaciones reales pero que, en caso de no tener suficiente información, utiliza datos históricos y la opinión de expertos. Anteriormente, el Euríbor estaba basado en encuestas que medían los intereses a los que los bancos estaban dispuestos a prestar dinero a otros bancos para cada plazo.

(ii) El €STR (*Euro Short-Term Rate*) es el nuevo tipo de interés interbancario del área euro que refleja el coste de financiación para los bancos de la zona euro de tomar fondos en operaciones de depósito a un día (overnight) en condiciones de mercado.

El €STR comenzó a publicarse en octubre de 2019 por el Banco Central Europeo, sustituyendo al EONIA (*Euro Overnight Index Average*), que era calculado por el EMMI. Para dar al mercado tiempo suficiente para llevar a cabo la transición al €STR, el EONIA continuó calculándose temporalmente, aplicando un diferencial al €STR, hasta que dejó de publicarse definitivamente el 3 de enero de 2022.

(iii) El LIBOR (*London Interbank Offer Rate*) es el tipo de interés de referencia global para los préstamos a corto plazo sin garantía en el mercado interbancario. Actúa como punto de referencia para los tipos de interés a corto plazo. Se utiliza para fijar el precio de swaps de tipos de interés, swaps de tipos de cambio e hipotecas. Es un indicador de la salud del sistema financiero y proporciona una idea de la trayectoria de las tasas de interés oficiales inminentes de los bancos centrales.

El LIBOR es administrado por Intercontinental Exchange o ICE. Se calcula para cinco monedas (el franco suizo, el euro, la libra esterlina, el yen japonés y el dólar estadounidense) con siete vencimientos diferentes que van desde un día hasta un año. La administración del índice de referencia del ICE está formada por entre 11 y 18 bancos por cada moneda.

Las tasas recibidas de los bancos se ordenan en orden descendente y los cuartiles superior e inferior se excluyen para eliminar los valores atípicos.

Luego se calcula la media aritmética de los datos restantes para obtener la tasa LIBOR. El proceso se repite para cada una de las 5 monedas y 7 vencimientos, produciendo así 35 tipos de referencia, si bien el LIBOR a 3 meses es el tipo de referencia más utilizado.

Hasta el año 2014 el LIBOR era calculado por la Asociación de Banqueros Británicos (BBA), pero la manipulación del LIBOR durante la crisis financiera de 2008 llevó a los organismos de control del mercado financiero a buscar un nuevo administrador. Sobre la base de la recomendación de la revisión de Wheatley, el Comité Asesor de Licitaciones de Hogg seleccionó una nueva entidad llamada Intercontinental Exchange para la administración del LIBOR, quien comenzó a calcular el LIBOR en febrero de 2014.

(iv) SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*) es la tasa de financiamiento a un día publicada para ese día por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, como administrador de la SOFR, en la página web <http://www.newyorkfed.org>.

A partir de la SOFR, es habitual que se pacte como índice de referencia en los contratos de financiación el «Term SOFR» o «SOFR a plazo», esto es la tasa a plazo a futuro basada en SOFR administrada por CME Group Benchmark Administration Limited (o cualquier administrador sucesivo de una tasa a plazo futuro basada en la SOFR) publicada el segundo día hábil inmediatamente anterior al del desembolso o del inicio del período de interés de que se trate para depósitos en dólares estadounidenses de igual plazo de duración que el período de interés correspondiente, en el entendido de que, si algún período de interés tuviera una duración distinta de los plazos de los depósitos para los que, de acuerdo con la convención referida anteriormente, existen tipos de referencia, el tipo de interés de referencia aplicable a dicho período de interés se calculará mediante la interpolación lineal de los dos tipos correspondientes al período por exceso y al período por defecto.

La determinación del índice de referencia es clave para las partes de toda financiación, pues podemos estar tratando de préstamos o créditos a muy largo plazo con un índice que variará a lo largo de los años. Cabe recordar el ejemplo de las subidas de los índices de referencia en los años 2022 a 2024, pasando de un Euribor prácticamente a cero a un índice de referencia en el entorno de los 300 puntos básicos. El impacto para las entidades financiadoras y para la financiada es enorme.

## 2.2. *Margen aplicable*

En lo que respecta al margen, resulta relativamente frecuente que se acuerden distintos valores en operaciones a largo plazo. Así, por ejemplo, en financiaciones de proyecto destinadas a financiar la construcción, puesta en marcha y explotación de un proyecto determinado con una duración superior a diez años, es normal distinguir el margen aplicable durante la fase de construcción del

proyecto (más elevado, por el riesgo construcción) y durante la fase de operación del proyecto (más reducido, una vez terminada la obra de forma satisfactoria).

Del mismo modo, en operaciones corporativas es más habitual que el margen aplicable varíe en función del valor de ciertos ratios indicativos de la evolución del negocio o de la deuda de la compañía financiada. Así, por ejemplo, el margen aplicable puede venir determinado por el *ratio* resultante de la división de la deuda financiera neta de la compañía y el EBITDA que genera durante un período de tiempo. También es una cuestión de riesgo: si del *ratio* resulta que la financiada tiene un importe de deuda excesivo para su nivel de EBITDA, se encarecerá el instrumento financiero, pues ha aumentado el nivel de riesgo.

Por su parte, en las financiaciones sostenibles —cada vez más habituales y necesarias— resulta habitual que se acuerden una serie de indicadores de sostenibilidad cuyo cumplimiento o incumplimiento dará lugar a una revisión a la baja o al alza del margen aplicable. La verificación del cumplimiento de dichos indicadores suele efectuarse anual o semestralmente mediante la entrega por la financiada a las entidades financiadoras de un informe actualizado de revisión del cumplimiento de los indicadores de sostenibilidad acordados. Son cada vez más las compañías y las entidades financieras que exigen que haya parámetros que midan de forma continuada los índices de sostenibilidad de la compañía.

El retraso en la entrega del informe de sostenibilidad suele conllevar el incremento automático del margen aplicable a la financiación hasta que el mencionado informe haya sido entregado, tratando de desincentivar así el retraso en la verificación del cumplimiento de los indicadores de sostenibilidad.

### **3. Consecuencias de la elección de un tipo de interés variable**

#### *3.1. Contratación de operaciones de cobertura de riesgos de tipos de interés*

Son varias las consecuencias que se derivan de la elección de un tipo de interés variable. La primera, y más obvia de todas ellas, es que en función de la variación del índice de referencia calculado, el tipo de interés aplicable variará de un período de interés a otro y, con ello, el importe de la deuda que la financiada debe abonar a sus acreedores financieros.

Esta circunstancia es especialmente sensible en operaciones de deuda a largo plazo (como, por ejemplo, las financiaciones corporativas o de proyecto sin recurso al socio ni a otras sociedades del grupo de la financiada) en las que la deuda se repaga únicamente con ingresos generados por la actividad de la propia financiada. En estas operaciones las entidades financieras deberán analizar si los ingresos futuros estimados parecen suficientes para atender el pago del principal y los intereses aplicables aunque fluctúen.

Por ello, es habitual que en este tipo de operaciones la acreditada contrate derivados financieros que mitiguen el riesgo de fluctuación del tipo de interés

variable aplicable y así limitar el importe máximo de intereses que en un momento determinado tengan que pagar. Estas operaciones de derivados financieros, que son objeto de un análisis más detallado en otro apartado del presente manual, cubren el riesgo de fluctuación de todo o de un cierto porcentaje del principal dispuesto bajo el contrato de financiación.

### 3.2. *Cláusulas suelo*

Otra de las implicaciones que tiene la adopción de un tipo de interés variable es que se pacte en los contratos un suelo (*floor*) para el valor del índice de referencia o para el valor conjunto de la suma del índice de referencia y del margen aplicable, con el fin de asegurar que el tipo de interés nominal aplicable tenga un valor mínimo predeterminado. Estas cláusulas fueron especialmente relevantes entre febrero de 2016 y abril de 2022, cuando el EURIBOR adoptó valores negativos y la ausencia de estas cláusulas supuso que la suma del EURIBOR y del margen llevase a las entidades financiadoras a cobrar un tipo de interés inferior al margen acordado.

También es posible que la cláusula suelo se pacte sólo respecto de la parte del principal dispuesto y pendiente de reembolso bajo un contrato de financiación que no resulte cubierta por las operaciones de cobertura de riesgos de tipos de interés contratadas.

### 3.3. *Cálculo de un tipo de interés de referencia sustitutivo*

Para el supuesto de que fuera imposible determinar, por circunstancias de los propios mercados, el tipo de interés de referencia ordinario aplicable al contrato, es habitual que se pacte un tipo de interés de referencia sustitutivo, que vendrá determinado por:

- (i) el tipo de referencia del mercado monetario de la divisa correspondiente al contrato de financiación para el que exista cotización (en ausencia del tipo de referencia principal) para depósitos con una duración lo más próxima posible a la duración de los periodos de interés acordados en el contrato de financiación (prefiriéndose la duración más próxima a la elegida en el contrato de financiación sobre la más remota), o
- (ii) la media aritmética simple de los tipos de interés interbancarios ofrecidos por determinadas entidades bancarias (previamente acordadas) que operen en el mercado de la divisa correspondiente al contrato de financiación, para depósitos de duración similar a la del período de interés de que se trate.

Es habitual que se pacten ambas posibilidades, siendo la primera el tipo de referencia sustitutivo principal y la segunda el tipo de interés de referencia sustitutivo subsidiario, que se aplicará sólo cuando no sea posible usar la primera.

El tipo de interés de referencia sustitutivo (ya sea el principal o el subsidiario) se aplicará únicamente mientras duren las circunstancias que lo motiven, volviendo al tipo de interés de referencia principal tan pronto como el mercado interbancario lo permita.

En caso de aplicación del tipo de interés de referencia sustitutivo, se practicarán tantas liquidaciones como tipos sustitutivos distintos se hubiesen utilizado, cada una por el número de días de aplicación del tipo respectivo.

### 3.4. *Ruptura de mercado*

El funcionamiento del mercado monetario interbancario resulta esencial para que las entidades financieras que obtienen sus fondos en dichos mercados puedan a su vez prestar al cliente «minorista» los fondos obtenidos. La caída del mercado interbancario en la prolongada crisis de los años 2009-2010 y siguientes tuvo graves consecuencias en la economía mundial, pues las entidades financieras que obtenían fondos mediante la contratación de depósitos u otras operaciones de pasivo en el mercado interbancario para después prestárselo a sus clientes, dejaron de disponer de esta fuente de financiación (se accede a este mercado en busca de instrumentos por el plazo e importe correspondiente al préstamo o línea de crédito particular que se negocia).

Tal y como se indica en el apartado 2 anterior, el EURIBOR a tres, seis o doce meses, es un tipo de interés interbancario que mide el coste que supone para las entidades de crédito de países pertenecientes (o antiguos pertenecientes) a la Unión Europea y a la Asociación Europea de Libre Comercio la contratación de depósitos al mismo plazo.

Sobre esta base, se entiende que acaece un supuesto de ruptura de mercado en financiaciones a tipos de interés variable cuando se da una circunstancia que imposibilita a una o más de las entidades financiadoras contratar las operaciones de pasivo que necesitan para financiar los fondos prestados en las condiciones de plazo e importe correspondientes y, en particular, sin carácter limitativo, aquellos supuestos en los que el coste de tales operaciones de pasivo sea, para la entidad financiadora afectada, superior al EURIBOR o al tipo de interés de referencia sustitutivo de aplicación.

En contratos de financiación sindicada, en los que existe una pluralidad de entidades financiadoras que pueden ser de diferentes nacionalidades y fondearse en diferentes mercados interbancarios, pudiera ocurrir que la circunstancia descrita en el párrafo anterior afecte a alguna pero no todas las entidades participantes. Por ello es habitual pactar que se entenderá acaecido un supuesto de ruptura de mercado cuando esta circunstancia afecte a una pluralidad de entidades financiadoras cuya participación conjunta sea superior a un porcentaje determinado (habitualmente entre un 30% y un 35%).

Cuando acaezca un supuesto como este, el índice empleado en la determinación del tipo de interés (EURIBOR, LIBOR, etc.) será reemplazado por el coste de obtención por las entidades financiadoras de las operaciones de pasivo que hayan tenido que suscribir en el mercado monetario interbancario, al cual se sumará el margen acordado y los tributos y corretajes aplicables, para conocer así el tipo de interés aplicable en cada momento. Lo normal es reducir los periodos de interés en estos casos a un mes o a la duración correspondiente al plazo al que las entidades financiadoras hayan podido contratar las operaciones de pasivo correspondientes.

No obstante, si estas circunstancias se prolongan en el tiempo, la sociedad financiada y la/s entidad/es financiadora/s afectadas suelen negociar las posibles alternativas a adoptar para hacer posible la continuación de la financiación. Y en caso de no encontrar solución alternativa en un plazo de tiempo, el contrato prevé que la financiada deberá reembolsar el importe total del préstamo o crédito o presentar a las entidades afectadas a otra entidad que no tenga el mismo problema y que esté dispuesta a adquirir su participación en la operación.

Las cláusulas de ruptura de mercado resultan muy habituales en financiaciones bancarias a tipo de interés variable, pero no necesariamente en operaciones con fondos de deuda (*direct lending*), donde el financiador, un fondo determinado, no accede al mercado interbancario y por lo tanto, no tiene el problema que aquí describimos.

En operaciones a tipo de interés fijo (en las que el tipo de interés acordado con el cliente minorista no varía en función de un tipo de interés de referencia) también resulta menos frecuente encontrar este tipo de cláusulas. En este caso es más habitual que las entidades contraten un derivado para mitigar el riesgo que puede suponer una variación del coste al que han obtenido los depósitos prestados a lo largo de la vida de la financiación.

### 3.5. Pago de intereses mediante la emisión de nueva deuda (PIK)

Como decíamos, hay un amplio abanico de estructuras de intereses entre los que las partes pueden elegir. Entre otras, existen operaciones que incluyen cláusulas de intereses con «*payment in kind*» (PIKs), en las que se prevén mecánicas alternativas al pago con caja.

Las cláusulas PIK permiten a la compañía, llegada la terminación de un período de interés, efectuar su pago mediante la asunción de nueva deuda, o mediante una combinación de caja y nueva deuda (dependiendo de la voluntad de las partes, con o sin flexibilidad para optar entre una u otra opción o una combinación de ambas).

Estas cláusulas pueden en último lugar resultar en pagos de intereses más abultados, pero dan a la compañía la opción de no debilitar excesivamente la caja ante una falta de liquidez. La compañía, en este caso, tiene que decidir (si

es lo pactado) entre ampliar el principal de la deuda sin liquidar intereses o minorar el importe de caja existente para pagar los devengados. El PIK se utiliza, muy recurrentemente, en refinanciaciones y situaciones de mayor estrés de liquidez y caja.

Por otro lado, también se puede pactar un tipo de interés que se devenga pero cuyo pago se sujeta al cumplimiento de determinadas circunstancias —«*pay if you can*»— de tal forma que los intereses sean satisfechos con la caja generada siempre y cuando se cumplan una serie de condiciones financieras previamente acordadas. De este modo, en determinadas circunstancias (i.e. insuficiencia de caja en un momento determinado) la sociedad financiada podrá optar por hacer frente al pago de los intereses con nueva deuda, cuyos intereses suelen ser superiores al tipo de interés ordinario que se venía aplicando.

A menudo se argumenta que las financiaciones con este tipo de intereses pueden desincentivar a una compañía a cumplir con los «*covenants*» financieros asumidos, si la compañía quiere evitar el pago con la caja generada. Así, estaría en manos de la compañía (en su propio incumplimiento) forzar a la emisión de nueva deuda para no debilitar la caja existente. No obstante, esta decisión puede ser arriesgada, ya que los intereses de la deuda PIK suelen ser más elevados, lo que a la larga aumenta la deuda total asumida.

Este tipo de intereses PIK pueden resultar atractivos para sociedades que no deseen comprometer a corto plazo su caja para hacer frente al pago de intereses. Así, en algunos casos, la financiación PIK puede representar tan sólo una parte de la deuda corporativa y la sociedad puede estructurar esta deuda a largo plazo, con un vencimiento posterior al del resto de su deuda. De este modo, la sociedad podrá centrar sus esfuerzos y destinar inicialmente sus flujos de caja a satisfacer la deuda a corto plazo y atender en un momento posterior el pago de la deuda PIK.

En cualquier caso, esta tipología de intereses exige pactos contractuales reglados y detallados, siendo habitual preverlos sólo para situaciones de estrés de caja que una sociedad tenga o pueda tener.

### III. CONDICIONES DE DISPOSICIÓN

#### 1. Concepto

Las operaciones de deuda suelen distinguir la fecha de firma del contrato de financiación de la fecha o las fechas en que tendrá lugar la disposición de los fondos con cargo a dicha operación, cuya entrega ocurrirá una vez se cumplan, a satisfacción de las entidades financiadoras (o, en su caso, una vez hayan sido dispensadas), una serie de condiciones pactadas en gran detalle.

Esta estructura resulta de especial importancia en operaciones de compraventa apalancada, en las que parte del pago del precio de la compraventa lo

# EL CONTRATO ENTRE ACREEDORES

Sebastián SÁENZ DE SANTA MARÍA

Laura BARROSO

*Abogados. Uría Menéndez Abogados, S.L.P.*

- I. ORIGEN Y PROPÓSITO
- II. PARTES DEL CONTRATO
- III. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES: CONTEXTO HISTÓRICO Y TRANSACCIONAL
- IV. LOS EFECTOS DE LA SUBORDINACIÓN RELATIVA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES EN SEDE DE REESTRUCTURACIONES O CONCURSO
- V. PRINCIPALES CLÁUSULAS DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES
- VI. LEY, JURISDICCIÓN APLICABLE Y REQUISITOS DE FORMA
- VII. CONCLUSIÓN
- VIII. BIBLIOGRAFÍA

## **RESUMEN**

El contrato entre acreedores es un contrato mercantil atípico cuyo propósito es ordenar y regular las relaciones de acreedores de diversa índole con una prestataria común. El objeto de este capítulo se centra en explicar las particularidades que un contrato de este tipo aporta en estructuras complejas de deuda, al establecer una serie de pactos respecto a la prioridad en los cobros, la mecánica de la ejecución de garantías, así como las limitaciones y restricciones que algunos acreedores asumen en ciertos escenarios, señalando los principales aspectos jurídicos presentes en dichos pactos.

## **PALABRAS CLAVE**

Contrato entre acreedores, subordinación, deuda *senior* and agente de garantías.

## **ABSTRACT**

The intercreditor agreement is an atypical financing agreement aimed to organise and regulate the relationship between various types of creditors with the same borrower. This chapter focuses on explaining the specialities that a contract of this type provides in complex debt structures by governing several provisions such as the priority in the collections, the enforcement of security, as well as the limitations and restrictions that some creditors undertake in certain scenarios, outlining the main legal aspects which arise from those provisions.

## **KEYWORDS**

Intercreditor Agreement, subordination, senior debt and security agent.

## I. ORIGEN Y PROPÓSITO

El contrato entre acreedores (también denominado en inglés, *intercreditor agreement* o ICA) nace para regular y ordenar las relaciones de una pluralidad de acreedores de diversa índole que coexisten con una misma prestataria y, en su caso, con los mismos garantes.

La expansión de los mercados financieros, la diversificación del riesgo y el apetito por acudir a inversiones alternativas son solo algunos de los elementos que impulsaron la necesidad de regular las relaciones jurídicas, económicas y de negocio de los operadores financieros bajo este tipo de contrato.

Precisamente, por dicha proliferación de acreedores, se vuelven insuficientes por sí solas las reglas generales de la mancomunidad de créditos y de la *par conditio creditorum* o distribución proporcional de cobros para dar respuesta a las relaciones surgidas entre estos.

Jurídicamente, el contrato entre acreedores es un contrato mercantil de naturaleza atípica en tanto no cuenta con un marco normativo aplicable y se ha ido construyendo fundamentalmente en base a la práctica de mercado y, más particularmente, por referencia a los modelos anglosajones como los publicados por la Loan Market Association desde el año 2009.

Es un contrato que nace de la autonomía de la voluntad de las partes (ex artículo 1255 del *Código Civil*) y es accesorio en la medida que su presencia depende necesariamente de la existencia de diversos contratos de financiación que coexisten e instrumentan la deuda concedida por los distintos acreedores. Las reglas contenidas en el contrato entre acreedores están llamadas a prevalecer sobre los contratos de financiación, de manera que los pactos alcanzados por los acreedores en aquel se respeten en todo caso, sin perjuicio de los acuerdos entre los acreedores y la prestataria recogidos en los distintos contratos de financiación.

En este capítulo se tratan los aspectos más relevantes de un contrato entre acreedores que habrá que tener en consideración a la hora de aproximarse a su redacción y negociación. A efectos aclaratorios, se hará mención a conceptos como financiación, deuda, préstamo o crédito de manera indistinta para refe-

rinos a la deuda de la sociedad prestataria y a los créditos que los distintos acreedores mantienen frente a ella.

## II. PARTES DEL CONTRATO

### 1. Los acreedores

Como su propio nombre indica, los acreedores son parte esencial del contrato y, de hecho, los únicos que necesariamente deberían participar en él. A su vez, la tipología de acreedores varía en función del tipo de financiaciones coexistentes, que pueden llegar a ser muy variopintas dependiendo de la complejidad de la estructura de deuda de la prestataria.

Junto con los acreedores «tradicionales» (entidades financieras y de crédito), pueden tener cabida en un contrato entre acreedores fondos de inversión de distinta naturaleza que típicamente están dispuestos a conceder financiación con finalidades y en condiciones comerciales alternativas o complementarias a las de la banca tradicional (*direct lending*, proveedores de nueva liquidez en situaciones de dificultad financiera, etcétera), así como tenedores de obligaciones o *high yield notes* emitidas por el propio prestatario.

También es habitual encontrarse en un contrato entre acreedores con entidades de crédito con otros roles, tales como proveedores de circulante (*factoring*, *confirming*, avales, líneas de crédito puntuales que necesite la prestataria, etcétera) y de coberturas de fluctuación de tipos de interés o divisas (*hedging*) a través de instrumentos derivados.

A los anteriores acreedores se les denomina habitualmente acreedores *senior*, en el sentido de que los créditos que ostentan deben ser atendidos por el prestatario deudor *pari passu* con el resto de los créditos ordinarios, financieros o no, y siempre de manera preferente a otros créditos que tengan naturaleza subordinada, ya sea legal o contractualmente. No obstante, llamamos la atención sobre el hecho de que dentro del concepto de acreedores *senior* pueden existir acreedores de mejor rango o garantías que otros (pudiendo crearse incluso una clase *ad hoc* de acreedores *supersenior*), tales como los acreedores que aportan dinero nuevo en un escenario de dificultades (*distress*) del prestatario o, en determinados supuestos, los acreedores que aportan el circulante necesario para el día a día del prestatario.

Adicionalmente, es común que intervengan otro tipo de acreedores subordinados entre los que típicamente está presente la financiación concedida por los propios socios o accionistas de la sociedad prestataria, que puede tener además un componente participativo. También estaría comprendida aquí la financiación adicional concedida por entidades financieras especializadas (*mezzanine*, *second lien*) que subordinan su crédito de manera relativa únicamente frente a la deuda *senior* y de forma limitada respecto al alcance de dicha subordinación. Así, típicamente los acreedores *mezzanine* aceptarán postergar el

recobro de su deuda a la de los acreedores *senior* sobre la base de un beneficio económico (mayores tipos de intereses, comisiones, etcétera).

Las anteriores categorías pueden intervenir en el contrato entre acreedores a título bilateral con el prestatario o de forma mancomunada con otros acreedores bajo un contrato sindicado.

## 2. El deudor

Aunque, en puridad, el prestatario deudor no sería parte esencial del contrato entre acreedores, la discusión sobre si debe o no participar en él se encuentra en gran medida superada. La práctica anglosajona ha impuesto que el deudor sea también parte del contrato entre acreedores con el propósito de vincularle con respecto a las obligaciones y pactos que afecten a su esfera de actuación e incluso para otorgarle ciertas ventajas o derechos que no aparezcan regulados en el resto de los documentos financieros.

La reticencia a incluir al deudor como parte del contrato entre acreedores en el mercado español se debía, *inter alia*, a que (i) el propio deudor no fuese lo suficientemente sofisticado como para negociar un contrato de ese tipo, (ii) los acreedores no quisieran dar a conocer al deudor los pactos entre ellos alcanzados, o (iii) a la posibilidad de que en un escenario concursal el propio deudor, la administración concursal u otros acreedores pudieran invocar sus cláusulas con una finalidad contraria a su propósito, en perjuicio de los intereses de los propios acreedores partes del contrato o, incluso, que se pudiese considerar que el pasivo financiero incluido en el contrato entre acreedores se encontrase sujeto a un régimen o pacto de sindicación aceptado por el deudor a los efectos de los artículos 353 y 630 de la *Ley Concursal*.

La *Ley Concursal* no aclara qué debe entenderse por un pacto de sindicación y, en este sentido, cabe plantearse si todos los créditos que integran el contrato entre acreedores se encuentran vinculados por un pacto de sindicación con independencia de si individualmente considerados tienen o no carácter bilateral. Esto último puede resultar ciertamente discutible por cuanto los créditos integrantes de un contrato entre acreedores no pretenden formar parte de un mismo crédito ni que el contrato tenga efectos para estos como si de una sindicación de la deuda se tratase, siendo la naturaleza y particularidades de los diferentes créditos involucrados las que hacen que resulte difícil aducir que se trata de un pacto equivalente al de un sindicado global.

En cualquier caso, siempre podrá establecerse expresamente en el contrato entre acreedores que el deudor comparece a los meros efectos de quedar vinculado por ciertas disposiciones (como puedan ser, entre otras, las referentes a la imputación y distribución de pagos o para ser beneficiario de ciertas notificaciones, como las de acaecimiento de un supuesto de bloqueo de pagos).

Desde otra óptica, la suscripción del contrato entre acreedores por el deudor puede facilitar un posterior procedimiento de reestructuración, porque en ese momento ya se habrá realizado el ejercicio de ordenar el pasivo financiero de la compañía. Además, la participación del deudor en el contrato entre acreedores evita el riesgo claro de que el mismo, que no tiene conocimiento del orden de pagos pactado, se vea liberado al pagar a un acreedor distinto de aquel al que correspondería de conformidad con el pacto alcanzado entre los acreedores.

Por supuesto, esto último puede alcanzarse de igual forma sin que el deudor sea parte del contrato, si este regula un mecanismo de restitución (*turn over*) de las cantidades percibidas por los acreedores en contravención al pacto de pagos alcanzado. Lo habitual es que en el contrato entre acreedores se establezca que dicho pago se lo devuelva el acreedor que lo recibe indebidamente al agente de garantías para su reparto al acreedor preferido correspondiente, sea por ostentar un rango contractual *senior* o por cualquier otra razón.

La última ventaja clara de incluir al prestatario deudor en un contrato entre acreedores se da en escenarios de reestructuración o cercanos. En España, como se explicará en mayor detalle en el apartado 4, la subordinación relativa ha sido reconocida tras la última reforma de la *Ley Concursal*, siempre que el deudor sea parte de dicho pacto de subordinación.

Téngase en cuenta que, además, las sociedades del mismo grupo (incluida la propia prestataria) pueden ser igualmente acreedoras las unas frente a las otras como consecuencia de acciones de repetición derivadas de pagos realizados en calidad de garantes de una misma financiación o de los créditos recíprocos nacidos bajo un sistema de *cash-pooling*, etcétera.

Cabe destacar que en la Sentencia 211/2011 del Juzgado de lo Mercantil n.º1 de A Coruña de 4 de julio de 2011 (también conocida como el caso de Martinsa-Fadesa), la compañía que era parte y conocía el contenido del contrato entre acreedores solicitó, entre otros, la rescisión de dicho contrato sobre la base de que ciertos pagos se habrían realizado en vulneración del principio de la *par conditio creditorum* al alterar el contrato entre acreedores las normas legales de clasificación de los créditos y la anulación de los pagos realizados antes de la declaración de insolvencia.

El juez de primera instancia desestimó dicha solicitud de rescisión por entender que en la esfera privada los acreedores pueden acordar subordinar sus créditos, pese a que el rango concursal que les correspondería hubiera sido otro. En particular, la sentencia destaca que dicha subordinación relativa de los créditos realizada por virtud del contrato entre acreedores no tiene efectos para terceros y tampoco para el deudor (por mucho que sea parte de dicho contrato).

El juez concluye que los efectos del contrato entre acreedores no son perjudiciales para la masa activa y no pueden ser rescindidos al haber desplegado

efectos, al margen del concurso, en la relación interna entre los acreedores que lo suscribieron.

### 3. El agente de garantías

El papel del agente de garantías es también fundamental en un contrato entre acreedores en la medida en que este es nombrado por los acreedores para conducir y administrar los distintos pactos (entre otros, de distribución de pagos o *turn over* y la coordinación de las votaciones) convenidos por ellos en el contrato, a la par que actúa como representante de los acreedores en relación con las garantías reales o personales constituidas por el prestatario u otras sociedades terceras, custodiándolas y, en su caso, encargándose de su ejecución en los términos pactados en el propio contrato, conforme al poder otorgado por el resto de los acreedores garantizados.

El papel del agente de garantías es principalmente administrativo, ya que recibe las comunicaciones e instrucciones del resto de los acreedores y determina si se han alcanzado las mayorías necesarias a efectos de la ejecución de las garantías y de la distribución de los pagos recibidos en el orden establecido en el contrato. A su vez, el agente de garantías puede ser una de las entidades acreedoras o un tercero profesional especializado en la prestación de este tipo de servicios.

La intervención del agente de garantías como *trustee* (fiduciario en el sentido anglosajón del término, ostentando el agente a título personal las garantías reales sin mediar la participación de los acreedores garantizados) no casa bien en la ley española con el principio de accesoriedad de las garantías, que se traduce en que estas se constituyen en favor de los acreedores concretos titulares del derecho de crédito para asegurar el cumplimiento de una obligación a la que acompañan.

En relación con lo anterior, se ha pretendido superar esa dificultad mediante el otorgamiento de garantías reales en favor de estructuras de deuda paralela (*parallel debt*), a través de las cuales los acreedores reconocen la existencia de una obligación de pago independiente y separada (normalmente de naturaleza abstracta) en favor del agente de garantías, que actuaría como acreedor a estos efectos y que es reflejo, en cuanto a sus características se refiere, a la obligación garantizada bajo el contrato de financiación, pero independiente de aquella. De esa forma las garantías se otorgarían en favor del agente de garantías, pero sin que, en realidad, exista un crédito diferenciado respecto del crédito de los acreedores garantizados.

No obstante, hasta la fecha, las estructuras de deuda paralela no han sido reconocidas en nuestro derecho y no existen pronunciamientos jurisprudenciales al respecto, sin que sea descartable que dichas estructuras pudieran llegar a ser atacadas por carecer de causa y considerarse una ficción que pretende burlar

los formalismos impuestos por nuestro derecho, siendo uno de los riesgos de estas estructuras el de la insolvencia del propio agente de garantías.

### **III. APLICACIÓN PRÁCTICA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES: CONTEXTO HISTÓRICO Y TRANSACCIONAL**

En España, hasta la crisis financiera del 2007, los contratos entre acreedores eran contratos no excesivamente complejos y con un alcance limitado a regular exclusivamente la ejecución y el orden de cobros. Es precisamente en el contexto de la crisis cuando empiezan a surgir alternativas a la financiación bancaria tradicional y el alcance de los contratos entre acreedores se vuelve insuficiente.

No obstante, no siempre es necesaria la firma de un contrato entre acreedores. Por ejemplo, en los casos en que la única deuda relevante contraída por el prestatario es una financiación *senior* bilateral o sindicada, aun cuando este instrumento pueda concurrir con derivados financieros contratados precisamente para dar cobertura a dicha financiación *senior* (fundamentalmente para cubrir las variaciones del tipo de interés), si las contrapartidas de cobertura coinciden, en su totalidad o parcialmente, con los acreedores bajo el contrato de financiación *senior* (e incluso las garantías otorgadas a su amparo son, en la mayoría de los casos, compartidas *pari passu* entre la financiación *senior* y las coberturas), puede ser suficiente con la regulación contenida en el propio contrato de financiación, en los contratos de cobertura y en los respectivos contratos de constitución de garantías suscritos a su amparo.

Especialmente en financiaciones de proyecto o de adquisición, junto con la deuda *senior* y las coberturas, es habitual que existan créditos concedidos por los propios socios o accionistas de la deudora, que deban subordinarse en el orden de pagos y en la ejecución de garantías, siendo dicha deuda configurada como una suerte de fondos propios. En caso de coexistencia de este tipo de deuda con la deuda *senior* e incluso con los instrumentos de cobertura, no es infrecuente prescindir de la existencia de un contrato entre acreedores por cuanto basta que los propios contratos de deuda intragrupo o de los accionistas o socios a la sociedad deudora contengan una estipulación de subordinación en favor del resto de los acreedores, que incluso (sin ser tampoco imprescindible) pueden llegar a firmar esos contratos a los meros efectos de su toma de razón.

### **IV. LOS EFECTOS DE LA SUBORDINACIÓN RELATIVA DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES EN SEDE DE REESTRUCTURACIONES O CONCURSO**

Como se ha venido señalando, los contratos entre acreedores suelen contener pactos complejos de subordinación o clasificación por diferenciación de rangos de distintos instrumentos de deuda concedidos a una misma contraparte como deudora.

Lo anterior es poco discutible en un escenario no concursal, en el entendido de que, en virtud del principio de autonomía de la voluntad, ciertos acreedores acuerdan la subordinación de sus créditos en el acceso a los flujos monetarios o *proceeds* de una ejecución, en busca de otras ventajas (fundamentalmente económicas) o por los imponderables de la estructura financiera del prestatario. En este sentido, el contrato entre acreedores no deja de ser sino un pacto de subordinación relativa, donde un acreedor acepta que su crédito no se cobrará hasta que otro no se haya cobrado íntegramente.

La situación se complica, no obstante, en situaciones de insolvencia. Hasta la última reforma de la *Ley Concursal*, los pactos de subordinación absoluta (i.e., aquellos en los que un acreedor en cuestión acepta la subordinación de su crédito frente a todos los demás créditos que existan frente al mismo deudor) eran los únicos que podían ser reconocidos en sede de reestructuración o concurso. Nótese que la diferencia fundamental es que en la subordinación relativa el crédito de un acreedor no se subordina respecto de todos los demás existentes con el mismo deudor.

En general, la doctrina había criticado que los acuerdos de subordinación relativa no tuviesen un reconocimiento en un escenario de concurso o de pre-concurso a diferencia de lo que ocurría en otras jurisdicciones. Especialmente, porque al no estar vinculados ni el juez del concurso ni el administrador concursal por los pactos alcanzados por los acreedores, ello aboca a que, tras la finalización del concurso, los acreedores tengan que redistribuirse las cantidades recibidas conforme a las normas del mismo para respetar los acuerdos alcanzados y evitar el riesgo de demandas por incumplimiento del contrato entre acreedores, funcionando como un régimen de regulación de distribución y atribución de pagos paralelo.

Sin embargo, esto último se ha visto modificado por el nuevo artículo 435.3 de la *Ley Concursal*, que señala ahora que «*Siempre que no cause perjuicio a tercero y forme parte de él el deudor, el pacto de subordinación relativa entre acreedores se reconocerá en el concurso y será ejecutable dentro del mismo. La administración concursal realizará los pagos conforme a los previsto en los pactos*». Dicho artículo no estaba inicialmente previsto en el *Proyecto de Ley de reforma de la Ley Concursal*, pero fue introducido como enmienda.

La doctrina ha criticado la ubicación en la *Ley Concursal* del nuevo artículo al haberse recogido en sede de liquidación en lugar de en la clasificación de los créditos. En este sentido, precisamente por la ubicación del artículo en la *Ley Concursal*, también ha discutido la doctrina si dichos pactos de subordinación relativa tienen efectos únicamente en el concurso o también en la esfera de los planes de reestructuración.

El silencio de la *Ley Concursal* en relación con el reconocimiento de los pactos de subordinación a los planes de reestructuración, unido a que la exposición de motivos de la Ley 16/2022 respecto de la formación de clases señala

que se «*guarda silencio en relación con los pactos contractuales de subordinación, dejando que sean los propios mecanismos internos de voto los que, en su caso, jueguen y se externalicen*», ha llevado a parte de la doctrina a entender que su eficacia sigue permaneciendo únicamente en la esfera interna de los miembros del pacto.

No obstante, otra parte de la doctrina ha expresado que el silencio en la exposición de motivos no es general, sino que es a los meros efectos de la formación de clases dentro del rango, que la subordinación relativa debería tener el mismo tratamiento (concurzal y extraconcurzal) que los pactos de sindicación y que la formación de las clases en los planes de reestructuración se hace con base en las normas sobre el pago en la liquidación concurzal (que, como hemos visto, reconoce la subordinación relativa).

Por el momento la jurisprudencia relativa al reconocimiento en sede de reestructuración o concurso de los pactos de subordinación relativa es escasa y menos todavía en relación con impugnaciones de acreedores (ya sean parte del pacto o no) con base en pactos de subordinación relativa. No obstante, el Auto 184/2024 del Juzgado de lo Mercantil n.º 6 de Madrid, de 22 de julio, ha aprobado la homologación de un plan de reestructuración en el que la conformación de las clases se hizo teniendo en cuenta las previsiones contenidas en un pacto de subordinación relativa de determinadas deudas, siendo así uno de los primeros pronunciamientos jurisprudenciales que reconoce la aplicación de un pacto contractual de subordinación relativa en sede de reestructuración concurzal.

## **V. PRINCIPALES CLÁUSULAS DEL CONTRATO ENTRE ACREEDORES**

### **1. Introducción**

Por la propia extensión y prolija regulación de los contratos entre acreedores, en el presente apartado se ha hecho una selección de aquellos aspectos más relevantes y habituales a los que dan cobertura este tipo de contratos, partiendo principalmente de los modelos elaborados por la Loan Market Association británica (LMA) de *Intercreditor Agreement*, puesto que en nuestro país no existe un modelo de contrato entre acreedores que tenga un peso en el sector financiero equivalente.

En concreto, utilizaremos de referencia una estructura en la que conviven deuda *senior* (de un préstamo y de sus proveedores de cobertura) y deuda *mezzanine* o de segundo rango (sin perjuicio de las diferencias entre una y otra en las que no entraremos por no ser objeto de este capítulo).

### **2. Rango entre acreedores**

Como se ha señalado, uno de los propósitos de los contratos entre acreedores es regular el rango de los créditos y el acceso de los mismos a las garantías,

siendo la regla general que exista un primer nivel en el que se encuentren los financiadores *senior*, un segundo nivel en el que se encuentren los acreedores *mezzanine* o subordinados (en función del tipo de financiación) y, por último, una regla general de posponer y subordinar en el pago lo debido entre sociedades del grupo de la prestataria y a sus socios o accionistas.

Lo anterior es una simple subordinación contractual que puede venir complementada, de hecho, con una subordinación estructural, en el sentido de que determinadas categorías de créditos pueden estar más alejados de la fuente de originación de los flujos de caja (como sucedería, por ejemplo, si la deuda *mezzanine* ha sido prestada a la sociedad *holding*, mientras que la deuda *senior* lo ha sido a una sociedad operativa filial de aquella, que es la que genera dichos flujos). Además, la fecha de vencimiento de la deuda de segundo rango o *mezzanine* será habitualmente posterior en el tiempo a la financiación *senior*.

Por su parte, los acreedores intragrupo subordinados no recibirán pagos en ningún supuesto, salvo si se trata de pagos permitidos por el contrato de financiación *senior* o el contrato de financiación *mezzanine* o si lo consienten los acreedores *senior* y los acreedores *mezzanine* a través del régimen de mayorías que contractualmente se establezca.

Sin embargo, es habitual que en ciertos supuestos se permitan pagos concretos a los acreedores *mezzanine* o acreedores de segundo rango. La regla general es permitir los pagos de intereses (que no se capitalicen), comisiones y otros conceptos (distintos de principal) a dichos acreedores, salvo que haya tenido lugar y continúe vigente un impago de la financiación *senior* o el agente de garantías envíe una notificación de suspensión de pagos de la financiación *mezzanine* como consecuencia de un incumplimiento que dé lugar a un supuesto de vencimiento anticipado de la deuda *senior* por una causa distinta al impago (con la posibilidad de negociar incumplimientos materiales o específicos).

Tras el envío de dicha notificación por parte del agente de garantías, los pagos de la financiación *mezzanine* deberán quedar suspendidos. El plazo de suspensión puede acordarse específicamente para este supuesto, y lo normal será que sea equivalente al período de espera o *standstill* que trataremos más adelante. Adicionalmente, se levantará la suspensión de pagos si se han subsanado las circunstancias causantes de dicha suspensión, se han extinguido la totalidad de las obligaciones de la deuda *senior* o si por cualquier otra circunstancia el agente de garantías cancela dicha suspensión de pagos (siguiendo instrucciones de la mayoría correspondiente de acreedores *senior*).

En la negociación de un contrato entre acreedores, los acreedores *mezzanine* tratarán de limitar lo máximo posible los supuestos desencadenantes del *standstill*, restringir el número de notificaciones de avisos de suspensión de pagos al año, tener la posibilidad de subsanar ratios financieros mediante inyecciones de deuda subordinada adicional en la sociedad deudora, etcétera.

Para mantener el rango de la deuda *senior*, los pagos de la deuda *mezzanine* en concepto de principal no estarán permitidos, con ciertas excepciones, como pueden ser supuestos de ilegalidad, cancelación de los compromisos de uno de los acreedores, amortización anticipada obligatoria de la financiación *mezzanine* a resultas de la *senior*, etcétera. Por supuesto, también estará permitido un pago si la mayoría de los acreedores *senior* correspondiente ha prestado su consentimiento.

Al ser el rango de los proveedores de cobertura normalmente *pari passu* con el del contrato de préstamo al que acompañan (o a lo peor de segundo rango en relación con las garantías otorgadas en favor de ambos), es habitual que en el contrato entre acreedores se permitan con carácter general los pagos a los proveedores de cobertura.

Así, los pagos ordinarios a realizar a los proveedores de cobertura como consecuencia de las liquidaciones periódicas podrán realizarse con normalidad. Asimismo, se permitirán los pagos en determinados supuestos establecidos en el propio contrato de cobertura, como los pagos por indemnizaciones y costes asociados, así como las liquidaciones anticipadas (*close-out*) de los derivados por razones no vinculadas a la deuda al amparo de la cual se han contratado (*non-credit related close-out*), como puedan ser, entre otros, por cambios regulatorios o por condiciones de mercado.

Por contra, los pagos por las liquidaciones anticipadas de los derivados acaecidas por un supuesto desencadenado al amparo del contrato de deuda para el que se contratan (*credit related close-out*) —entre otras, el acaecimiento de un supuesto de vencimiento anticipado, la declaración de vencimiento de la financiación o la ejecución de las garantías, la cancelación de la deuda, etcétera— podrán realizarse siempre que en este último caso no subsista un supuesto de vencimiento anticipado o una declaración de vencimiento anticipado (según el acuerdo alcanzado) del contrato de financiación *senior* al momento de realizar el pago de dichas liquidaciones.

Por último, el contrato entre acreedores suele limitar la posibilidad de que los acreedores subordinados soliciten libremente el concurso de la prestataria para evitar medidas de presión por parte de estos, junto con otras restricciones adicionales, tales como la de no capitalizar su deuda.

### **3. Reglas de votación**

Como se ha señalado, el régimen de decisiones del contrato entre acreedores se canaliza a través de la figura del agente de garantías. La regla general es que las decisiones se adopten por mayorías referidas a cada uno de los grupos de acreedores correspondientes. Al igual que en un contrato de financiación sindicado al uso, son necesarias las votaciones por las mayorías pactadas tanto en la toma normal de decisiones como en las dispensas específicas (*waivers*), renunciaciones o novaciones del contrato.

En el modelo LMA del contrato entre acreedores, el denominado como grupo instructor o *instructing group* es aquel al que en cada caso compete adoptar las decisiones principales y que luego se las traslada al agente de garantías. El grupo instructor se compone normalmente por la mayoría de acreedores *senior* hasta la fecha (típicamente conocida como *senior discharge date* o fecha de liberación *senior*) en la que se hayan satisfecho todos sus créditos y siempre que dichos acreedores no tengan obligación de atender compromisos de financiación adicionales. Con posterioridad a la fecha de liberación *senior*, el grupo instructor lo compondrán los siguientes acreedores en orden de prelación (esto es, los acreedores *mezzanine* o acreedores de segundo rango) y así sucesivamente.

La consecuencia de lo anterior es que las decisiones tomadas por los acreedores *senior* o de rango superior vinculan a los acreedores de rango inferior, que ni siquiera votarán a efectos de evitar que las decisiones adoptadas por los acreedores *senior* puedan verse paralizadas.

Nótese que la fecha de liberación *senior* no va ligada a la fecha de vencimiento de la financiación *senior* por cuanto a dicha fecha podrán seguir existiendo cantidades pendientes de pago. Incluso podría llegar a discutirse si para que el grupo instructor pase a estar formado por los acreedores de segundo rango es suficiente con que los acreedores *senior* hayan visto satisfecha la totalidad de su deuda o si dicha satisfacción de la deuda debe ser irrevocable para protegerse de posibles acciones rescisorias. Esto último no suele ser lo habitual, dado que pretender que los acreedores subordinados tengan que esperar a que transcurra el plazo de rescisión correspondiente tras la satisfacción de la deuda *senior* daría a los acreedores de esta última un poder desorbitado.

La mayoría de acreedores *senior* que conforma el grupo instructor se computa sobre el sumatorio del importe de los créditos de los acreedores de la financiación *senior* (agente, acreditantes, estructuradores, etcétera) y de los acreedores de cobertura (por referencia al *mark to market* de dichas operaciones) cuya participación conjunta en la deuda *senior* ascienda en agregado al porcentaje correspondiente pactado en el contrato.

No obstante lo anterior, lo normal será que los compromisos asumidos por los acreedores de cobertura solo sean tenidos en cuenta (i) siempre que se haya producido la terminación o el vencimiento anticipado de la correspondiente cobertura y el importe debido no haya sido pagado, y (ii) en cualquier momento tras el cumplimiento íntegro de las obligaciones establecidas en la financiación *senior*.

Por supuesto, en función del ámbito de decisión, también será habitual que se establezcan mayorías referidas únicamente a ciertos acreedores (como pudiera ser a la mayoría de acreedores *senior* sin computar a las contrapartidas de cobertura, a la mayoría de los acreedores garantizados sin computar a los que no gozan de garantías reales, a la mayoría de los acreedores *supersenior*, etcétera).



**E**sta obra surge del **esfuerzo de un grupo de catedráticos, profesores universitarios y prestigiosos abogados que ejercen en despachos ampliamente reconocidos en el mundo del Derecho de los negocios.**

La obra **trata un tema de máxima relevancia en nuestra economía: la financiación corporativa.** El título del libro, *Manual de financiación*, dice mucho de su objetivo: **pretende ser una obra práctica que dé contestación a los numerosos problemas que se plantean**, en vez de formular construcciones jurídicas ininteligibles de escasa utilidad práctica.

Además, esta obra ofrece al lector **un análisis sistemático, riguroso y completo de las principales operaciones de financiación.** En efecto, si bien muchas de las figuras que son objeto de la obra han sido tratadas de forma aislada, este Manual se caracteriza por abarcar con rigor un amplio conjunto de materias relativas a la financiación de la empresa.

El Manual se inicia con el análisis del régimen legal de la financiación, la fase preparatoria de los contratos de financiación y el contrato bancario por excelencia: el préstamo.

Seguidamente, se tratan los créditos sindicados, los cada vez más comunes y complejos contratos entre acreedores y las emisiones de obligaciones.

En un mercado altamente especializado no podía faltar el análisis de las operaciones de financiación de proyecto, de adquisiciones, inmobiliaria, y de buques y aeronaves. También han merecido especial atención los préstamos participativos, las operaciones de direct lending y la financiación verde.

Igualmente, se analizan los derivados de tipos de interés, la tributación de las operaciones financieras, las garantías personales y reales, las cláusulas de jurisdicción y ley aplicable, la ejecución de créditos y garantías y los efectos del régimen concursal y preconcursal en los contratos de financiación.

**Confiamos en que esta obra cumpla los ambiciosos objetivos que se ha marcado y constituya una herramienta útil y de fácil consulta para los operadores del mercado.**

ISBN: 978-84-10292-31-4



9 788410 292314



ER-0280/2005



GA-2005/0100