

Un activo de inversión alternativo que contribuye a la solución de problemas financieros de empresas e instituciones

Distressed Debt: Beneficios y riesgos compartidos

El verbo inglés *to distress* significa afligir, desolar, angustiar, agotar y en su participio, *distressed* es un adjetivo que señala la cualidad de algo o alguien que está en peligro o en la miseria. "Distressed Debt" es la denominación inglesa por la que se conoce en los mercados financieros a las 'deudas' de empresas y/o países que se encuentran con problemas y/o dificultades para cumplir con los términos originales de pago en las condiciones en que dichas deudas se emitieron, y que tienen una alta probabilidad de no cumplir, bien de forma parcial o total. Y es precisamente en la búsqueda de una solución financiera útil para todos los agentes afectados por una situación de este tipo donde surge el concepto de "Distressed Debt" como producto de inversión. La volatilidad de mercado imperante en los últimos años, junto con tipos de interés en mínimos históricos han impulsado la demanda de este tipo de producto que podemos situar en el grupo de lo que hoy conocemos como inversión alternativa frente a la amplia oferta de activos financieros tradicionales. Lo que este artículo postula en último término es que la operativa en "Distressed Debt", mejora e incrementa la capacidad tanto de compradores como de vendedores de gestionar riesgos.



Fernando Álvarez Jiménez,
Director en el Distressed Products
Group de Deutsche Bank Securities Inc,
en Nueva York

"**D**istressed Debt" es la denominación inglesa por la que se conoce en los mercados financieros a las 'deudas' de empresas y/o países que se encuentran con problemas y/o dificultades para cumplir con los términos originales de pago en las condiciones en que dichas deudas se emitieron, y que tienen una alta probabilidad de no cumplir, bien de forma parcial o total. Como resultado estas deudas se operan en los mercados a un descuento sobre el precio original (de casi el 100% del valor original), que refleja la severidad de dicha falta de pago actual y/o futura esperada. Por 'deudas' se entiende cualquier tipo de obligación contractual bajo cualquier formato/instrumento de deuda, tales como: préstamos bancarios (tanto sindicados como bilaterales), bonos u obligaciones, derechos de pago resultantes de contratos de derivados, contratos de leasing, garantías, letras >

> de cambio, deudas a proveedores, acciones preferidas, etc...; incluso en determinadas circunstancias las acciones de una empresa en dificultades pueden constituir el vehículo a través del cual invertir en una situación de "distressed".

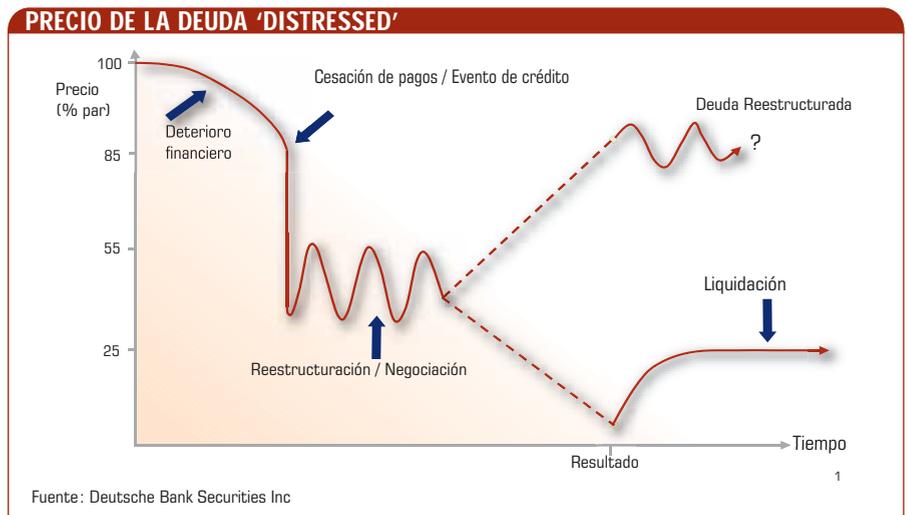
LA HISTORIA: DE LOS 70 A

LA ACTUALIDAD

El mercado de "Distressed Debt" tuvo sus comienzos a finales de los 70 y principios de los 80 en EE.UU. como resultado de las crisis en mercados emergentes y de la operativa en deuda soberana que resultó de ello. El incremento del uso de deuda como herramienta de financiación por parte de las empresas americanas y el consiguiente desarrollo del mercado de préstamos y bonos de empresa en los 80 (mercado de High Yield que originalmente se llamó 'Junk Bonds' o 'Bonos Basura'), creó la base y el volumen de activos necesarios para la aparición del mercado de 'Distressed Debt' cuando las distintas crisis financieras se sucedieron posteriormente.

La volatilidad resultante de las diversas crisis económicas en distintas partes del mundo y la consiguiente resolución de las mismas, ocasionó notables perjuicios económicos a muchos inversores pero al mismo tiempo generó oportunidades únicas de obtener rentabilidades medias muy superiores a las normales. Las quiebras del broker Peregrine o del fondo de inversión LTCM, resultantes de las crisis asiática y rusa de fines del siglo pasado, las pérdidas de inversores institucionales y privados en Argentina tras la devaluación del 2002, o las de inversores sorprendidos por fraudes tales como los de Enron o Parmalat, son la cara más visible de estas crisis pero no la única. Tras la crisis la normalidad ha vuelto, y de la mano de una coyuntura global favorable, ha revertido en la revalorización de estos activos a niveles muy superiores a los que llegaron a estar durante la crisis, y en algunos casos, incluso llegando a estar a día de hoy por encima de los precios pre-crisis.

Estos escenarios sucesivos de volatilidad seguida de un acusado descenso de los tipos de interés en todo el mundo hasta niveles históricamente bajos, ha ido conformando una nueva realidad financiera. Esta realidad ha sido el motor del crecimiento exponencial en los últimos años de productos de renta fija como son la deuda de alto rendimiento "High Yield" y la "Distressed Debt" (así son conoci-



El mercado de "distressed", como cualquier otro tipo de mercado, ofrece liquidez a una clase de productos que en el pasado no la tenían. Esto en consecuencia es beneficioso tanto para aquellos que pueden obtener una salida rápida, como para aquellos que ahora tienen la oportunidad de diversificar sus portafolios y estrategias de inversión con un producto más.

das en los mercados financieros), así como del crecimiento de los llamados 'Hedge Funds' (fondos que buscan el rendimiento máximo total mediante la aplicación de estrategias de inversión variadas sin las restricciones que por tipo de producto y/o mercado ofrecen los vehículos de inversión tradicionales).

A día de hoy el producto 'Distressed' es uno más en las carteras de muchas instituciones financieras a nivel mundial si bien la operativa sigue concentrada principalmente en las plazas de Nueva York y de Londres. Aunque desde su aparición en Europa (Londres) en los años 90 el mercado ha crecido bastante, todavía a día de hoy la mayoría del capital especializado en estos productos es de origen estadounidense, de donde proviene la mayoría del capital manejado por Hedge Funds, y donde los fondos de inver-

sión, de pensiones y seguros tradicionales, junto con las carteras propias de los principales bancos, han sido los primeros en acoger este producto dentro de sus estrategias de inversión.

CÓMO Y A QUÉ PRECIO SE NEGOCIA

La deuda 'distressed' generalmente se opera de forma bilateral y confidencial, sin necesidad de la mediación de una bolsa, y por teléfono (mercado OTC o 'over-the-counter'). Tras el acuerdo telefónico, las partes intercambian confirmaciones, y en caso de títulos no públicos (todos excepto los bonos, que se liquidan en Euroclear o DTC), se acuerda y firma posteriormente un contrato de cesión del título entre las partes, momento en el cual se procede a la liquidación de la operación.

El precio al que opera la deuda 'distressed' depende tanto del grado de problema que enfrenta la empresa como de las alternativas y/o expectativas de salir del mismo. Estos problemas pueden ser el resultado de: una mala gestión, de un movimiento cíclico a la baja en el sector que opera la empresa, de una crisis macroeconómica (por ejemplo una devaluación), de la obsolescencia de productos y/o cambios del mercado, de una situación de fraude, etc.

QUÉ PROBLEMAS REALES SOLUCIONA Y CÓMO

La salida de una situación de "distressed" depende del tipo de empresa en cuestión, de las leyes bajo las cuales opera dicha empresa, y de la voluntad y objetivos de las partes envueltas (empresa, acreedores, accionis-

LA IMPORTANCIA DE ANALIZAR LOS RIESGOS DE FORMA EXHAUSTIVA

El éxito en la operativa en deuda 'distressed' depende fundamentalmente de la calidad del análisis de crédito y de riesgos que conlleva la inversión. Dicho análisis requiere la obtención y valoración de la mayor cantidad de información posible: dependiendo del tipo de título que se desee operar, público o privado, el inversor determinará el tipo de información al que puede y quiere tener acceso, esto es pública o privada/confidencial.

Los riesgos principales asociados a la operativa 'distressed', y que deben ser exhaustivamente considerados antes de realizar una inversión, son los siguientes:

1. Riesgo de crédito: es el riesgo más claro que enfrenta cualquier inversor cuando invierte en la deuda de una empresa en dificultades (los problemas siempre pueden empeorar). Además de entender en detalle el negocio y la situación financiera de la empresa, el análisis de "distressed" requiere también el entendimiento del 'proceso' que la empresa enfrenta dada su posición jurídico-legal y económica particular, y el entendimiento de las motivaciones y posiciones de todas las partes envueltas en el proceso. Mientras que en el caso de empresas solventes y prósperas lo fundamental suele ser entender el negocio y el mercado donde opera la empresa, en el mercado "distressed" esta parte del análisis suele ser secundaria: entender el proceso que enfrenta la empresa y cómo ese proceso sitúa a cada parte envuelta en el caso es lo prioritario. Así, por ejemplo, en caso de una suspensión de pagos, un acreedor de una empresa americana puede acabar convirtiendo su deuda en acciones y el accionista puede perderlo todo, mientras que un acreedor de una empresa europea generalmente se debe acabar conformando con reestructurar su deuda vía quitas, mientras que el accionista suele conseguir mantener parte o toda su posición accionarial. En situaciones de quiebra el análisis de crédito se centra fundamentalmente en valorar los activos a liquidar y la capacidad del liquidador para maximizar el valor de los activos.
2. Riesgo de liquidez: es uno de los riesgos más importantes y a la vez uno de los menos tomados en cuenta. Cuando la volatilidad en los mercados se incrementa de forma sustancial (como ocurrió durante las crisis asiática y rusa) y/o cuando un deudor entra en problemas, generalmente la liquidez se reduce de forma importante o desaparece por completo. Para muchas instituciones financieras que tienen obligación de hacer valoración diaria de sus carteras esto crea un impacto importante ya que en el mercado 'distressed' no existe el concepto de 'precio medio' pues 'el valor/precio de tu activo es aquel donde puedes encontrar alguien que te lo compre', y cuando no hay liquidez este precio puede estar muy por debajo de donde estaba ayer el 'precio medio de mercado'. Por esta razón, antes de comprar un activo en "distressed", todo inversor debe hacerse siempre la pregunta: ¿quién es el próximo comprador del activo?.
3. Riesgo legal y de documentación: la operativa en "distressed" suele ser intensiva en documentación y conlleva una parte importante de análisis y ejecución legal. La documentación en el mercado "distressed" no está estandarizada, lo cual conlleva riesgos en la ejecución y cierre de transacciones y potencialmente también después del cierre de las mismas. El beneficio resultante de un buen análisis de crédito se puede perder por culpa de una documentación defectuosa. El inversor se debe asegurar que recibe tanto los intereses económicos como los legales de la deuda que compra, y que las acciones o inacciones de tenedores anteriores no le crearán problemas en un futuro a la hora de hacer valer sus derechos.
4. Riesgo jurisdiccional: el riesgo jurisdiccional es importante tanto en el análisis de crédito como en el legal y/o transaccional de las operaciones. Generalmente todo análisis de "distressed" requiere la obtención de opiniones legales de abogados locales en la jurisdicción/es de que se trate.
5. Riesgo de liquidación y cierre de operaciones: dada la volatilidad de este tipo de deuda/mercados, y la cantidad de documentación y tiempo que puede llevar el cierre de una operación, existe siempre el riesgo que una de las partes intente salirse de una transacción acordada utilizando argumentos documentales y/o legales para aprovechar el movimiento de los precios en su favor. Generalmente las operaciones se acuerdan en base a los términos económicos, pero solo se acaban cerrando y liquidando cuando los contratos de cesión se han acordado y firmado entre las partes.
6. Riesgo de contraparte: este es un riesgo a considerar no solo durante el cierre de las operaciones, sino también tras el cierre de las mismas. El comprador de deuda "distressed" depende de las representaciones y garantías hechas por el vendedor. En situaciones de quiebra, cuando las deudas todavía no han sido verificadas y aceptadas por el liquidador, suele ser importante asegurarse de la legitimidad de la cadena de representaciones dadas por los diferentes vendedores para poder identificar el origen y validez de los títulos. De ahí la importancia de operar con instituciones grandes y solventes, y reguladas en la jurisdicción donde se realice la operación. □

tas, empleados etc). Las salidas más comunes incluyen:

- 1) Re-capitalización y/o refinanciación: ocurre en empresas con buenos negocios y con problemas coyunturales que se pueden resolver mediante la aportación de nuevos fondos y/o la flexibilización o

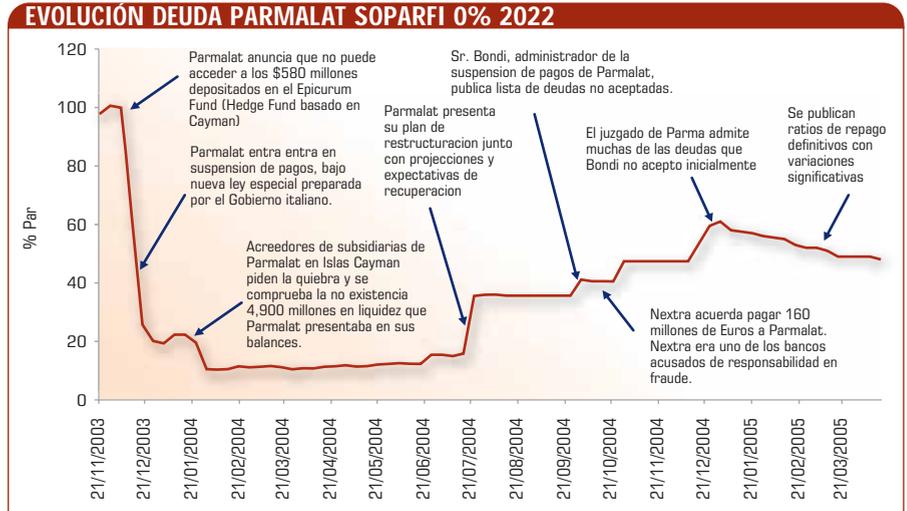
adaptación de los términos actuales de su deuda. En estos casos tanto los accionistas como los acreedores reconocen el valor de un acuerdo como la mejor salida para todos, y el compromiso al que se llega no suele implicar quitas por parte de los acreedores aunque sí modificaciones

en tipos de interés, vencimientos etc.

- 2) Reestructuración y/o rehabilitación: cuando los problemas de la empresa son más complejos y requieren medidas más drásticas, más allá de la mera refinanciación, la reestructuración de la deuda suele ser la alternativa más utilizada para >

> empresas que todavía pueden justificar su existencia y un futuro mejor. La reestructuración no solo tiene implicaciones a nivel de modificaciones en los términos de la deuda (incluyendo quitas y/o conversiones de deuda por acciones), sino también suele conllevar cambios a nivel de negocio tales como venta de activos, cierre de actividades no productivas, reenfoco del negocio en la actividad principal de la empresa (y que genera la rentabilidad futura necesaria), etc.; dependiendo de la jurisdicción donde esté localizada la empresa estas reestructuraciones pueden llevarse a cabo a través de procesos arbitrados por los tribunales, tales como el 'Chapter 11' estadounidense (proceso de suspensión de pagos que tiene como propósito la rehabilitación de empresas), o bien a través de acuerdos extrajudiciales entre las partes (generalmente lo más común en la mayoría de los países que no cuentan con una legislación lo suficientemente flexible y basada en la rehabilitación de empresas). Ejemplos conocidos de reestructuraciones fueron los de Eurotunnel (Reino Unido - Francia), Eurodisney (Francia), Jazztel (España), etc.

3) Suspensión de pagos y/o quiebra: cuando el estado de la empresa no justifica más su existencia o los acreedores han agotado las alternativas de negociación anteriores, el último recurso en manos de los acreedores suele ser la petición de quiebra. Esta puede llegar directamente (por petición de los acreedores), o tras la finalización de un proceso de suspensión de pagos iniciado por la propia empresa. En estos casos el análisis de la deuda se suele centrar en el valor residual de los activos y no en la capacidad futura de la empresa de generación de beneficios. Con la excepción de EE.UU. donde la suspensión de pagos (el 'Chapter 11') abre la puerta a la rehabilitación de la empresa a través de un proceso de reestructuración supervisado por un juez, en el resto del mundo los procesos concursales suelen ser en su mayoría procesos que empeoran el estado de la empresa y los resultados negativos para todas las partes implicadas (tanto accionistas como acreedores), y en la mayoría de las ocasiones se utilizan solo como último recurso. Un ejemplo claro de la esclerosis legislativa en este terreno existente



a nivel mundial (y particularmente en Europa) ha sido el de Parmalat: dado el tamaño e importancia de la empresa, el Gobierno italiano se vio obligado a crear (en cuestión de días) una 'ley especial' a medida de Parmalat para evitar que esta empresa se enfrentase al proceso de suspensión de pagos y/o quiebra habitual que habría reducido de forma sustancial las posibilidades de reestructurar y rehabilitar esta empresa. Ejemplos de quiebras conocidos incluyen: Barings Plc (Inglaterra), Fokker NV (Holanda), SwissAir (Suiza), Enron (EE.UU.) etc.

QUÉ BUSCAN LOS INVERSORES EN ESTE PRODUCTO

La motivación principal de los inversores en productos 'distressed' es la obtención de rendimientos altos, generalmente por encima del 15%-20%, que compensen (cuando se logran obtener) los riesgos mayores tomados y el intenso trabajo de análisis que conlleva este tipo de inversiones.

Las estrategias de inversión son variadas y dependen tanto del tipo de inversor como de sus objetivos finales. Entre ellas podemos destacar:

a) Estrategias centradas en un 'evento de crédito' ('Event driven strategies'): suelen ser estrategias de corto o medio plazo donde el inversor busca el beneficio resultante del desenlace de un 'evento' concreto, por ejemplo, la conclusión de una reestructuración y rehabilitación de una empresa y que generalmente suele resultar en la mejora del precio de sus títulos. Este tipo de inversor buscaría entrar justo antes de la reestructuración (tomando

el riesgo del evento de cierre de la reestructuración) para beneficiarse de la eventual mejora en precio post-reestructuración.

- b) Estrategias de inversión a largo plazo: en estos casos el inversor ve valor en la compra de la deuda de una empresa a un descuento que le permitirá obtener su rendimiento deseado y salida cuando las condiciones de mercado y/o particulares de la empresa cambien (por ejemplo tras una reestructuración o tras la finalización de un proceso de quiebra).
- c) Estrategias de control: a veces el inversor tiene la posibilidad de tomar el control de la empresa vía compra de la deuda de la empresa (caso común en los procesos de Chapter 11 en Estados Unidos).
- d) Estrategias de arbitraje: en determinadas ocasiones pueden existir oportunidades de explotar ineficiencias en precios entre los distintos tipos de títulos emitidos por una misma empresa, por ejemplo, la complejidad de los procesos legales/jurisdiccionales que enfrentan las empresas en dificultades y que pueden crear este tipo de oportunidades.

CONFIDENCIALIDAD Y MALA FAMA

En productos privados, tales como la deuda bancaria, la confidencialidad de las operaciones es muy importante. En muchas ocasiones los vendedores (prestamistas originales) no quieren ser vistos abandonando a una empresa en particular, o no les interesa que el mercado sepa cuándo han salido de cierta situación por el impacto que la venta a descuento pueda tener en sus provisiones, lo cual podría afectar sus propios 'ratings' y/o

reputación. La confidencialidad suele ser importante también para muchos compradores a quienes no les interesa ser vistos invirtiendo o actuando en determinadas situaciones: cartas de confidencialidad y acuerdos de sub-participación suelen ser los instrumentos utilizados para mantener el más alto grado de confidencialidad en las operaciones.

El carácter privado y confidencial del mercado 'distressed' y los altos rendimientos que el alto riesgo conlleva, ha tenido en muchas ocasiones mala prensa para los inversores en este mercado (antiguamente denominados 'fondos buitres' o 'vulture funds'). A veces los propios Estados y/o los directivos/accionistas mayoritarios de empresas en dificultades, son los que intentan desacreditar a los inversores de deuda 'distressed' con el objetivo de encubrir sus propios errores, descargar responsabilidades de sus propias acciones, y/o utilizar el descrédito y la opinión pública como arma de negociación (por ejemplo, véase la cesación de pagos y reestructuración de la deuda de Argentina). Al igual que los mercados de derivados tuvieron su mala prensa en su momento, y se señaló con el dedo a los supuestos 'especuladores' que se enriquecían con ellos sin tomar en cuenta que la existencia del especulador ofrecía la liquidez y contraparte necesaria a los gestores de riesgo que buscan coberturas; de igual manera el mercado de "distressed" poco a poco, a medida que crece, se va quitando ese estigma que algunos le quieren atribuir para su beneficio propio.

BENEFICIOS DE LA EXISTENCIA DE UN MERCADO DE "DISTRESSED DEBT"

El mercado de "distressed" como cualquier otro tipo de mercado ofrece liquidez a una clase de productos que en el pasado no la tenían. Esto en consecuencia es beneficioso tanto para aquellos que pueden obtener una salida rápida, como para aquellos que ahora tienen la oportunidad de diversificar sus portafolios y estrategias de inversión con un producto más.

Para los tenedores originales de deuda el mercado de "distressed" no solo ofrece liquidez sino también la oportunidad de salir de situaciones complicadas, lo cual les libera recursos tanto económicos como de personal que pueden dedicarse a actividades más rentables. Además la existencia de precios de mercado ayuda a dichos tenedores a manejar mejor sus provisiones, y en ocasiones en



Para las empresas con problemas el mercado de "distressed" puede suponer su salvación y la única posibilidad de encontrar inversores que aporten los fondos necesarios para mantener la empresa operando.

que estas ya se llevaron a resultados, a generar beneficios con la venta de activos a precios mayores. En tiempos en los que hay excesiva liquidez en los mercados esto permite a los tenedores originales vender a precios muy por encima de lo que en otros momentos obtendrían, o incluso superiores a lo que finalmente se acabaría recuperando. También les permite dar salida a situaciones políticas o públicamente sensibles evitando riesgo de reputación y hasta posibles decisiones futuras no rentables (por ejemplo, cuando los bancos se ven presionados políticamente a continuar financiando proyectos insolventes políticamente sensibles). El mercado de "distressed" también permite la salida a tenedores que no pueden mantener en sus portafolios deudas por debajo de ciertos 'ratings'.

Para las propias empresas con problemas el mercado de "distressed" puede suponer su salvación y la única posibilidad de encontrar inversores que aporten los fondos necesarios para mantener la empresa operando. En

muchas ocasiones los tenedores originales de deuda han perdido la confianza en los gestores de la empresa y están dispuestos a salir a cualquier coste (incluido el cierre vía quiebra), o a veces, como resultado de las pérdidas sufridas, los tenedores originales no tienen la flexibilidad ni el apetito de aportar fondos y/o convertir sus deudas en acciones permitiendo una reestructuración viable. En estos casos, la entrada de participantes nuevos puede permitir a la empresa y a todas las partes envueltas una salida que maximice valor para todos.

Como resultado de su desarrollo y su reconocimiento por parte de los participantes en el mercado (tanto acreedores originales, empresas, accionistas, liquidadores y la comunidad financiera en general), la deuda "distressed" es hoy por hoy un instrumento más en las carteras de crédito de muchas instituciones financieras. La operativa en "Distressed Debt" mejora e incrementa la capacidad tanto de compradores como de vendedores de gestionar riesgos. □