

Monográficos Jurídicos

Junio 2007

Alternativas a la financiación tradicional para empresas inmobiliarias (I)

ÍNDICE

I. Introducción	3	IV. Project Finance	20
		a) Principales características	20
II. La salida a Bolsa	4	b) Fases de negociación y formalización	21
a) Requisitos previos	5	c) Riesgos	22
b) Proceso de colocación	5	d) Recomendaciones	23
c) Folleto informativo	6		
d) Costes derivados de la salida a Bolsa	8	V. Préstamo sindicado	24
e) Precio de colocación	8	a) Principales características	24
f) Suministro de información	9	b) Concesión y estructura	24
g) Ventajas y beneficios de la salida a Bolsa	9	c) Ventajas e inconvenientes	25
h) La salida a Bolsa de una empresa familiar	10		
III. La titularización de activos	17		
a) El proceso completo de titulación	17		
b) Marco legal	18		
c) Titulación hipotecaria	18		

I. Introducción

Las decisiones sobre financiación determinan los medios a los que la empresa puede recurrir para dotarse del capital necesario para acometer inversiones, ya sea mediante fondos propios o ajenos, éstos últimos provenientes del endeudamiento. Cada uno de estos medios supone un coste, conocido como coste de capital. La elección de la financiación ajena que más ventajas pueda ofrecer a la empresa en un momento determinado es fundamental para optimizar el coste de capital y es clave para la estrategia de la sociedad planificar la financiación de un proyecto.

En los últimos años estamos asistiendo a la reactivación de fórmulas de financiación que constituyen un motor para las empresas, especialmente del sector inmobiliario, pero también para la economía en general.

El legislador no corre a la misma velocidad que la que impone el mercado, y los principales agentes y consumidores de los nuevos productos de financiación exigen la adaptación necesaria para que los mismos se desarrollen en un marco de seguridad jurídica imprescindible para su éxito.

Frente a las formas tradicionales de financiación, como la hipoteca o el préstamo ordinario, aparecen nuevas fórmulas para acometer ambiciosos proyectos empresariales: la Titulización de activos, la creación de Fondos de inversión inmobiliaria, el Project finance, la deuda Mezzanine, los Créditos sindicados y el Capital riesgo; creados, muchos de ellos, bajo un prisma legal de muy distinta base y origen que los que configuran nuestro ordenamiento jurídico.

Asistimos a una creciente demanda de productos financieros como los enunciados, que no tienen un encaje totalmente definido en nuestro ordenamiento jurídico, por ello se hace necesario ser extremadamente cautelosos en su negociación y formalización, aplicando moderadas y ponderadas dosis de innovación que sin duda son necesarias para la viabilidad de dichos instrumentos financieros.

Con el presente documento pretendemos analizar, desde un punto de vista práctico, algunas de las principales vías de financiación a las que nos hemos referido, junto con alguna otra más tradicional, como la salida a Bolsa y en un posterior monográfico revisaremos otros instrumentos financieros de última generación, quizás menos conocidos, como el recientemente acuñado Mercado Alternativo Bursátil o la citada deuda Mezzanine y algún otro de corte más tradicional, como los Fondos de inversión inmobiliaria.

Esperamos que dichas soluciones financieras aparezcan más accesibles y comprensibles, y permitan acometer proyectos de crecimiento y diversificación con un coste de capital razonable, y con la audacia que en estos momentos requiere el sector inmobiliario.

II. La salida a Bolsa

Iniciaremos este recorrido aproximándonos a un instrumento financiero tradicional pero que estadísticamente es aún poco utilizado por empresarios de nuestro país, a pesar de que ofrece muchísimas posibilidades de crecimiento a las empresas que lo acometen.

Si bien es cierto que en el primer semestre de 2007 fuimos testigos de una cierta intranquilidad en el sector bursátil español, especialmente en el ámbito de las empresas inmobiliarias que cotizan en dicho mercado, los principales agentes de dicho ámbito empresarial, junto con los portavoces políticos con competencias en dicho sector, han conseguido apaciguar los ánimos, mediante mensajes tranquilizadores que han causado un efecto normalizador de dicha situación.

Al margen de las situaciones vividas y de las que, seguro, nos quedan por vivir, no hay duda de que el mercado bursátil o de valores debe llegar a ser una de las principales vías de obtención de recursos para las empresas inmobiliarias en expansión.

De hecho, la actividad legislativa relacionada directamente con dicho mercado bursátil está siendo prolífica y las recientes propuestas, proposiciones y proyectos normativos van a permitir a muchas empresas inmobiliarias, que hasta ahora no se lo habían planteado, dar el salto a la Bolsa, como un instrumento financiero de innegables posibilidades.

Así pues se aprobó el pasado 12 de abril la Ley 6/2007, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), para la modificación de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, que tal y como indica en su exposición de motivos, tiene por objeto incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento dos Directivas comunitarias. Se trata de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de OPAS) y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Transparencia).

Ambas Directivas forman parte del Plan de Acción de los Servicios Financieros aprobado por la Comisión Europea en 1999, con la finalidad de impulsar la construcción de un mercado único financiero para la Unión Europea.

La Directiva de OPAS persigue fomentar un mercado de control empresarial eficiente, a la vez que protege los derechos de los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas.

La Directiva de Transparencia trata de dotar de mayor transparencia a los mercados financieros a través del establecimiento de normas que mejoren la información que han de dar al mercado los emisores cuyos valores se negocian en mercados regulados. La transposición de ambas Directivas se completará cuando se apruebe el desarrollo reglamentario, en virtud del mandato otorgado al Gobierno por el legislador en el marco de dicha Ley.

Vista la voluntad del legislador europeo de acercar esta vía de financiación a compañías que hasta ahora podían pensar que no tenían un perfil adecuado para su salida a Bolsa, será interesante examinar las principales cuestiones que debe plantearse el empresario antes de tomar la decisión de su salida a Bolsa.

a) Requisitos previos

El acceso al mercado bursátil precisa del cumplimiento de unos requisitos previos y de una posterior elección del procedimiento que mejor se ajuste a las necesidades y objetivos de la empresa, de entre los que destacan los siguientes:

- Capital mínimo: la sociedad deberá tener un capital social mínimo de 1,2 millones de euros, excluidas las participaciones individuales iguales o superiores al 25%.
- Beneficios de la sociedad en los últimos ejercicios: que los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un periodo de cinco años, hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la provisión para impuestos sobre los beneficios y dotadas de las reservas legales u obligatorias que correspondiesen.
- Número de accionistas: los socios con participación individual inferior al 25% del capital será al menos de 100.

b) Proceso de colocación

La fase de venta o colocación, propiamente dicha, de las acciones en el mercado es, sin lugar a dudas, la más importante antes de la aparición de la empresa en la lista de negociación.

El procedimiento a seguir para la admisión a negociación de las acciones consiste, principalmente, en la presentación, ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) y la Bolsa, de los documentos de naturaleza jurídica y económica que permitan comprobar la regularidad jurídica y la situación financiera de la sociedad.

Entre estos documentos destaca el Folleto informativo, que contiene información de la sociedad, los valores cuya admisión se solicita e información económico-financiera suficiente para poder formular un juicio fundado sobre la inversión propuesta. Su difusión tendrá carácter gratuito. El último Folleto informativo de una empresa inmobiliaria, que está teniendo amplia difusión pública, es el recientemente aprobado por la CNMV a REALIA. Dicho Folleto fue aprobado por

la CNMV el pasado 18 de mayo de 2007 y recoge todos los aspectos que vamos a comentar a continuación.

c) El Folleto informativo

Este es el documento más relevante de todo el proceso de salida a Bolsa.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 27.1 de la LMV, el Folleto contendrá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. El Folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible.

El Folleto deberá ser suscrito por persona con poder para obligar a la entidad que solicita la admisión a negociación de los valores.

El Folleto incluirá un resumen que, de una forma breve y en un lenguaje no técnico, reflejará las características y los riesgos esenciales asociados al emisor, los posibles garantes y los valores. Asimismo, dicho resumen contendrá una advertencia de que:

- Debe leerse como introducción al Folleto.
- Toda decisión de invertir en los valores debe estar basada en la consideración por parte del inversor del Folleto en su conjunto.
- No podrá exigirse responsabilidad civil a ninguna persona exclusivamente por el resumen, a no ser que dicho resumen sea engañoso, inexacto o incoherente en relación con las demás partes del Folleto.

La aprobación del Folleto es un acto expreso de la CNMV resultante del análisis realizado, por el que esta concluye que el Folleto es completo, comprensible y que contiene información coherente. En ningún caso, la aprobación implicará un juicio sobre la calidad del emisor que solicita la admisión a negociación de sus valores o sobre estos últimos. Así pues, el Folleto no podrá publicarse hasta que haya sido aprobado por la CNMV.

La CNMV notificará a la persona que solicite la admisión a negociación en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea su decisión relativa a la aprobación del Folleto dentro del plazo máximo de 10 días hábiles desde la presentación del proyecto de Folleto, si bien la CNMV podrá establecer plazos inferiores en función del formato del Folleto, del tipo de valor y del tipo de emisor. Es importante destacar que la falta de resolución expresa de la CNMV en dicho plazo tendrá carácter desestimatorio, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 26.4 de LMV.

Una vez aprobado el Folleto por la CNMV, deberá registrarse en el correspondiente registro administrativo y será puesto a disposición del público por la persona que solicite la admisión a negociación tan pronto como sea factible y, en todo caso, dentro de un plazo razonable antes de la admisión a negociación de los valores de que se trate o, como máximo, en ese momento.

En el caso de un Folleto que conste de documentos separados o que incorpore información por referencia, los documentos y la información que componen el Folleto podrán publicarse y distribuirse por separado, siempre que dichos documentos se pongan gratuitamente a disposición del público, según lo dispuesto en el apartado siguiente. En estos casos, cada documento deberá indicar dónde pueden obtenerse los demás documentos constitutivos de todo el Folleto.

El texto y el formato del Folleto, y de los suplementos del Folleto, publicados o puestos a disposición del público, deberán ser siempre idénticos a la versión original aprobada por la CNMV.

El Folleto se considerará puesto a disposición del público cuando se publique, a elección de la persona que solicite la admisión a negociación, a través de cualquiera de los medios siguientes:

- En uno o más periódicos distribuidos en los Estados miembros en que se solicita la admisión a negociación, o que tengan una amplia circulación en ellos.
- En un formato impreso que deberá ponerse gratuitamente a disposición del público en las oficinas del mercado en el cual los valores se admiten a negociación o en los domicilios sociales del emisor y en las oficinas de los intermediarios financieros que coloquen los valores, incluidos los agentes de pago. En el caso del Folleto de REALIA, por ejemplo, éste se halla a disposición del público en todas las sucursales y agencias de Caja Madrid.
- En formato electrónico en la página web del emisor y, en su caso, de los intermediarios financieros colocadores, incluidos los agentes de pago, al menos durante el plazo de validez del Folleto.
- En formato electrónico en la página web del mercado en el que se solicite la admisión a negociación, al menos durante el plazo de validez del Folleto.
- En formato electrónico en la página web de la CNMV.

La CNMV publicará en su página web, a su elección, bien todos los Folletos aprobados en los 12 meses anteriores, bien la lista de tales Folletos, incluyendo un enlace hipertexto con el Folleto publicado en la página web del emisor o del mercado.

En los casos en que el Folleto se ponga a disposición mediante su publicación en formato electrónico, la persona que solicite la admisión a negociación o los intermediarios financieros que intervengan en la operación deberán entregar gratuitamente una copia en papel al inversor que lo solicite.

Existen determinadas excepciones a la obligación de publicación del Folleto informativo, recogidos en el Real Decreto 1310/2005, que básicamente se refieren a aquellas emisiones de acciones de empresas que ya cotizan en Bolsa.

d) Costes derivados de la salida a Bolsa

Los costes derivados de la cotización en Bolsa de una empresa son variables. En particular, influyen de manera decisiva los gastos en publicidad, que pueden oscilar desde el simple cumplimiento de la obligación legal de la publicación de anuncios en el Boletín Oficial del registro Mercantil BORME, a los despliegues publicitarios en distintos medios de comunicación a los que hemos asistido en distintas ocasiones recientemente.

En todo caso, los gastos de una operación de salida son el agregado de distintos conceptos que, básicamente, se pueden resumir en:

- Comisiones: de dirección, de aseguramiento y de colocación, que en conjunto son las de mayor importe.
- Gastos de publicidad: se encuentran ejemplos que van desde un 1% a un 20% de las comisiones totales. Por término medio, pueden estimarse en torno a un 10% o 15% del total de gastos de la salida.
- Resto de gastos: otras partidas como las tasas de la Sociedad Rectora (2 por mil del capital social admitido), CNMC, Todas ellas en conjunto suponen un porcentaje muy bajo dentro de los costes de admisión a cotización.
- Gastos anuales: las empresas cotizadas deberán satisfacer los gastos anuales en concepto de permanencia en la cotización que actualmente son el 0,06 por mil de su capitalización bursátil a 1 de Enero del ejercicio.

e) Precio de colocación

El precio de colocación de las acciones es uno de los componentes esenciales que van a determinar el éxito de la salida a bolsa.

La valoración de las acciones debe ser objeto de un profundo análisis de la empresa y su comparación con las empresas del mismo sector cuyos títulos ya se encuentran cotizando en orden a establecer un precio competitivo a la vez que atractivo. Pueden también compararse con empresas cotizadas en otros mercados o que cuenten con características asimilables, aunque su actividad sea diferente.

La fijación del precio deberá tener en cuenta la proyección de resultados, la valoración teórica de la empresa y la situación del mercado de valores entre otros factores. Sin embargo, el precio óptimo no tiene por qué coincidir con el que se ajusta exactamente al diseño financiero de la operación y en la valoración deberán tenerse en cuenta factores de otra índole, como, por ejemplo, la imagen externa de la compañía, sin olvidar que épocas de evolución bursátil positiva permiten la fijación de un precio de venta algo más elevado.

En las colocaciones de acciones que se han realizado últimamente se ha establecido una horquilla de precios máximo y mínimo. Una vez cerrado el período de prospección de la demanda, se ha fijado el precio definitivo de colocación.

También se pueden establecer diferentes precios en función de los distintos tipos de inversores que se deseen primar a la hora de su entrada en el capital. De esta forma, se podrá fijar un precio para los inversores institucionales, otro para los inversores minoristas, otro para los extranjeros e incluso otro distinto para los empleados activos y jubilados que quieran participar en los resultados de la compañía.

f) Suministro de información

La cotización en Bolsa obliga al suministro de información periódica por parte de la empresa. El espíritu de esta obligación es dotar al mercado de suficiente información para que la formación del precio en cada instante sea correcta y, por tanto, no se produzcan imperfecciones derivadas de una falta de transparencia informativa.

La información a suministrar por las empresas se resume a continuación:

- Anualmente: referida a los estados contables individuales y consolidados de la empresa: Cuentas anuales, Informe de Gestión e Informe del Auditor de cada ejercicio cerrado.
- Trimestralmente: avance de sus resultados y otras informaciones relevantes.
- Semestralmente: se harán públicos los estados financieros con un desglose similar al requerido para la información anual.

Asimismo, será necesario hacer públicos todos aquellos hechos relevantes (tanto económicos como jurídicos) que puedan afectar a la cotización:

- Las entidades emisoras extranjeras están también obligadas a dar publicidad en España, de todas aquellas informaciones que sean hechas públicas en el país de origen o en otros en que los valores coticen.
- Comunicación de las participaciones significativas superiores al 5%, así como de todas las participaciones de Consejeros y Administradores con independencia de su cuantía.

g) Ventajas y beneficios de la salida a Bolsa

Además de las ventajas financieras, la cotización en Bolsa proporciona a la empresa otros beneficios que pueden mejorar el perfil y el desarrollo estratégico de la misma.

A modo de ejemplo, cabe citar los siguientes beneficios:

- Notoriedad de la compañía
- Disponibilidad de una valoración permanente de la sociedad
- Disciplina en la gestión
- Independencia y autonomía financiera
- Disminución del perfil de riesgo
- Liquidez de las acciones

Es decir, algunas empresas acuden al mercado buscando financiación para su desarrollo, otras, la facilidad de desinversión que algunos de sus accionistas necesitan y otras, encuentran respuesta a otros problemas. Una de las motivaciones más fuertes es la de aumentar la notoriedad de la compañía entre los distintos colectivos que le rodean: clientes, proveedores, empleados, etc.

Encontrar una valoración objetiva para sus acciones o diversificar su base accionarial son otros de los móviles principales para cotizar en el mercado.

Al margen de estas razones, los empresarios que han colocado sus empresas en Bolsa en los últimos años reconocen que, adicionalmente, se han visto motivados a analizar y, en muchos casos, reestructurar la propia forma de gestionar la empresa, orientando su actividad de modo aún más profesional y riguroso, al tener que responder de su actividad ante un conjunto de accionistas, profesionales de la inversión, que exigen constantes noticias de la racionalidad y oportunidad de esa gestión. Este cambio ha afectado a diversos ámbitos de la empresa y ha contribuido a crear una costumbre de transparencia, información y atención a los accionistas y en general, a quienes rodean la actividad de la empresa.

h) La salida a Bolsa de una empresa familiar

El tejido empresarial catalán se compone en gran medida por las comúnmente conocidas como empresas familiares, sociedades en las que tanto la propiedad accionarial como el control de la gestión se hallan en manos de un grupo de personas, normalmente reducido, y relacionado entre sí por vínculos de parentesco.

Pues bien, se considera por los analistas que una de las causas más frecuentes del eventual fracaso de alguna de estas empresas reside en la inelasticidad que provoca su estructura accionarial y de gestión cerrada, que en muchas ocasiones trae aparejada una falta de profesionalidad en los puestos clave, y que conlleva que a dichas empresas le generen graves problemas situaciones cotidianas en la vida de cualquier compañía, como es la sucesión de los gestores iniciales de la misma o la adaptación de su organización al crecimiento de su volumen de actividad.

En este contexto, una de las posibles soluciones que permitirán a la empresa familiar encarar situaciones como las citadas con una cierta garantía de pervivencia, y sin que ello deba suponer la pérdida del control de la compañía

por parte del grupo familiar, se encuentra precisamente, y aunque inicialmente pueda parecer lo contrario, en su salida a Bolsa.

En primer lugar, es necesario desterrar uno de los principales temores que se suelen plantear los grupos familiares y que les llevan, en ocasiones, a descartar la salida a Bolsa de sus empresas, y que es la posible pérdida de control de la compañía. Pero en realidad esto no tiene porque ser así necesariamente: el grupo familiar puede conservar un porcentaje de acciones, por motivos estratégicos, que estime conveniente, las cuales no salen al mercado y son, en principio, inalcanzables para inversores externos. De hecho, diversos estudios en la bolsa española han demostrado que, en las empresas familiares cotizadas, un mínimo del 50% del accionariado se suele encontrar aún tras la salida a bolsa de la compañía en manos del grupo familiar, que controla por tanto, en la práctica, el devenir de la compañía.

Una vez desterrado este temor, creo que resulta interesante citar algunas de las posibles ventajas con las que pueden contar las empresas familiares admitidas a cotización frente a las que no cotizan:

- Aumenta la profesionalización en la gestión de la empresa: La salida a bolsa suele conllevar la entrada en la dirección de la compañía de profesionales independientes, evitándose situaciones típicas e inadecuadas como el acceso a la misma de miembros del grupo familiar que carecen de la correcta formación.
- Permite el acceso a financiación tremendamente ventajosa, tanto en volumen como en coste, sobre todo comparada con las tradicionales fuentes de financiación bancarias, lo que resulta de gran importancia en situaciones de crecimiento.
- Permite dar a conocer a la compañía en el mercado y entre los agentes económicos, contribuyendo al prestigio y, generalmente, buena imagen de la misma.
- Dota de liquidez, como ya se apuntó antes, a las participaciones en el capital social de la compañía, permitiendo la salida de dicho capital de accionistas insatisfechos con mucha mayor facilidad, al contrario de lo que ocurre con carácter general en la empresa familiar, donde las restricciones a la transmisión de acciones acaban derivando, en ocasiones, en convivencias no deseadas que minan las posibilidades de la compañía.

Lógicamente, en la salida a Bolsa de una empresa familiar no sólo pueden existir ventajas. Así, es de recibo reconocer, entre los inconvenientes más usualmente señalados para este tipo de operación, el aumento de las necesidades de transparencia, de facilitar información por parte de la empresa, lo que conlleva, en muchos casos, el aumento de los costes administrativos y la pérdida de confidencialidad en asuntos que tradicionalmente sólo conocía el grupo familiar; así como la mayor presión para la compañía ante la necesidad de obtener resultados positivos en el corto plazo, presión a la que no está sujeta la empresa familiar no cotizada.

A continuación expondremos un caso real, del que únicamente modificaremos datos personales y fechas, para comprender desde un punto de vista práctico,

cómo se gesta la decisión de salir a Bolsa, como se plasma en la realidad y, por último, algunas de las consecuencias de dicha decisión.

Llamaremos a dicha empresa PROMOCIONES EN FAMILIA:

1. Situación previa a la salida a Bolsa

PROMOCIONES EN FAMILIA era una empresa familiar, que había crecido extraordinariamente en los últimos años y, en la que existían importantes discrepancias dentro del Consejo de Administración acerca de lo que debía ser el futuro de la empresa, su política financiera y de reparto de dividendos. El control de la compañía estaba en manos de sus fundadores, los hermanos PEF: PEF mayor y PEF menor.

En septiembre de 1997 se celebró una Junta General de Accionistas, en la que se acordó, entre otras cosas y como consecuencia de las discrepancias en el Consejo, el cambio de Presidente: a partir de ese momento dirigió la compañía uno de los dos hermanos, PEF menor y los accionistas minoritarios. Se formó un nuevo Consejo de Administración con seis miembros.

La empresa entró entonces en una fase en la que las posibilidades de negociación quedaron bloqueadas y una clara diferencia de intereses entre los distintos accionistas.

En aquel momento, la composición accionarial era la siguiente:

- 40% controlado por PEF mayor
- 32% controlado por PEF menor
- 27,2% controlado por accionistas minoritarios
- 0,8% autocartera.

Es en ese marco en el que se plantea en el seno de la sociedad la posibilidad de salir a Bolsa.

2. Adopción del acuerdo de salir a Bolsa

Cuando se plantea por primera vez esta posibilidad, despierta una gran desconfianza por parte de la mayoría de los minoritarios, que habían entrado en los años 93 y 94 y querían realizar las importantes plusvalías generadas hasta el momento. La política de la empresa había sido de constante reinversión, por lo que a lo largo de los años no había repartido dividendos, provocando cierto malestar entre los accionistas, que en ese momento no tenían demasiada confianza en que la compañía siguiera creciendo.

Por otro lado, se había publicado en los medios de comunicación que existían problemas familiares, problemas con los directivos, etc., y los minoritarios consideraban que todo ello perjudicaba, o hacía aún más inviable la posibilidad de salir a Bolsa.

Por el contrario, los dos accionistas principales, los dos hermanos, que controlaban el 40%, y el 32%, respectivamente, sí confiaban en la posibilidad de que la salida a Bolsa solucionara los problemas internos de la empresa. Esta solución pasaría por la entrada de una entidad financiera como paso previo a la salida, punto en el que tampoco existía unanimidad. Los minoritarios buscaban aquella entidad financiera que cumpliera las mejores condiciones para sacar la empresa a Bolsa, mientras que los accionistas que pretendían permanecer buscaban un perfil distinto de entidad financiera, con una visión más a medio-largo plazo. La lógica impuso que prevaleciera la postura de éstos últimos y se eligió a BPV.

Se acordó que la operación se realizaría en dos partes: en la primera entraría BPV, y en la segunda, coincidiendo con la salida a Bolsa, saldría el hermano antes mencionado del capital y el banco vendería la mitad de su participación inicial. Esto aseguraba a todos los accionistas que el Banco tomaría una postura neutral en toda la operación y, en particular, a la hora de fijar el precio de salida. Como los accionistas salientes desearían el mayor precio posible y los que permanecían en el accionariado no tanto, el Banco estaría simultáneamente en las dos situaciones.

Con la entrada de BPV, en julio de 1998, la distribución accionarial quedó de la siguiente manera:

- 45% controlado por PEF mayor
- 32% controlado por PEF menor
- 18% controlado por BPV
- 3,63% controlado por accionistas minoritarios
- 1,37% autocartera

3. Realización de la salida a Bolsa

Una vez que ya no existía un grupo importante de accionistas minoritarios, lo importante fue el acuerdo entre los hermanos y BPV. En este acuerdo se pactó todo:

- Cambio del Consejo de Administración y alternancias en la Presidencia
- Obligación de salir a Bolsa en un plazo de tiempo: Mandato oficial a BPV
- Precio mínimo para salir a Bolsa. Se fijó que una vez que el valor mínimo de la sociedad fuese 96.000.000 de euros, habría obligación de vender en Bolsa.
- Penalizaciones en caso de incumplimiento
- Plan de actuación de la sociedad durante este periodo
- Garantías entre las partes

En noviembre de 1998 se celebró la Junta General de Accionistas, en la que se acordó:

- Modificar los Estatutos Sociales. Este es un punto clave, en especial para una empresa familiar, pues se trataba de garantizar, en la medida de lo posible, el mantenimiento del control de la compañía. En España no

existían por entonces posibilidades de establecer cláusulas *anti-opa*, pero pudieron establecerse un conjunto de cláusulas que dificultaban el acceso al control.

- Ampliación del capital social a 7 millones de euros (en pesetas en aquel momento).
- Transformación de las acciones en anotaciones en cuenta
- No limitar la transmisibilidad de las acciones

Se acordó realizar una oferta pública de venta de acciones como paso previo para solicitar la admisión a cotización en la Bolsa, pues no se cumplía con el requisito mínimo de difusión accionarial y se pretendía no sólo cumplir con este mínimo, sino que el valor contase con un buen nivel de liquidez posterior en el mercado.

Como suele ser habitual, se realizaron estudios previos de demanda y situación de mercado, y en función de la demanda prevista se diseñaron los tamaños iniciales de los distintos tramos de la oferta.

Simultáneamente se inició la fase de diseño y realización del Folleto Informativo de la Oferta Pública de Venta (OPV).

4. Requisitos para salir a Bolsa

En esta segunda fase se realizó la comunicación previa a la CNMV, en diciembre de ese mismo año.

Verificación y registro del Folleto Informativo ante la CNMV: entrega de documentación.

- Inicio de la OPV: firma de los contratos de aseguramiento y colocación.
- Información ante las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, así como ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- Cambio en los órganos sociales: Junta General de Accionistas.

La sociedad había sido valorada en 144.000.000 millones de euros, por lo que al superar los 96.000.000 de euros, no debería haber problema para la salida a Bolsa, pero el oferente principal, uno de los dos hermanos, empezó a plantear dudas, a intentar retrasar las fechas, etc. Fueron momentos difíciles, pero finalmente se aprobó la salida a Bolsa de un total de 4,5 millones de acciones. Los analistas aconsejaban que cuanto mayor fuera el número de acciones ofertadas, más posibilidades habrían de alcanzar los límites superiores del precio, dentro del intervalo que se había establecido. Definitivamente se sacó sólo lo que estaba pactado, el 45% del capital.

El precio definitivo por acción fue fijado en 14 euros para el tramo minorista y 12 euros para el tramo institucional. En total se recibieron 76.000 peticiones, por lo que se realizó un fuerte prorrateo.

5. Resumen órdenes de la OPV de PROMOCIONES EN FAMILIA

Se ofertaron 4,5 millones de acciones y la demanda total superó los 247 millones, es decir, superó 55 veces la oferta, consecuencia de lo cual hubo un fuerte prorrateo.

Hay que reconocer que el momento bursátil para la salida fue idóneo.

6. La Sociedad en Bolsa

Fecha de inicio de cotización: 1 de febrero de 1999

El precio de salida fue de 14 euros y el primer valor de cotización de 18 euros, casi un 30% de revalorización el primer día.

PROMOCIONES EN FAMILIA es una empresa en crecimiento que salió a Bolsa para solventar los problemas del accionariado y eso lo ha sabido valorar el público inversor.

Nueva División del accionariado:

- 43,2% controlado por un hermano
- 9,1% controlado por BPV
- 2,67% controlado por accionistas minoritarios
- 1% autocartera
- 44% en Bolsa

Nuevo Consejo de Administración: 9 miembros

Estructura del Consejo de Administración se ha profesionalizado dividiéndose en:

- Comisión ejecutiva
- Comisión de auditoría
- Comisión de remuneración o compensación

Para esta nueva etapa, se nombraron profesionales de reconocido prestigio como consejeros independientes, en representación del capital libre en el mercado.

7. Los cambios más significativos que se han producido en la sociedad desde que cotiza en la Bolsa

- Nueva estructura directiva: entrada de dos Directores Generales
- Creación de un Departamento de Relaciones con los Inversores. una gran parte de los inversores institucionales se reúnen semanalmente con personal de PROMOCIONES EN FAMILIA
- Mayor información y transparencia en todas las actuaciones. Los resultados compensan estos esfuerzos
- Comunicación constante con la CNMV y las Sociedades Rectoras de la Bolsa.

- Participación de los empleados en el accionariado: plan de acciones, que no se pudo realizar en el momento de la salida

En los últimos años las Bolsas españolas, como ocurre tradicionalmente en Wall Street, han instaurado la costumbre del *toque de campana* (aunque sea virtual), como símbolo del estreno a cotización de una compañía.

Son los máximos responsables de las empresas que saltan al parqué, presidentes o consejeros delegados, los encargados de iniciar la contratación del valor. Ese acto condensa todos los esfuerzos que han realizado los empresarios, durante los meses previos, para cumplir con todos los requisitos que requiere hallarse en la Bolsa de valores, y confiere a dicha decisión un halo de espiritualidad, que dota a la empresa de un valor superior, aunque ese valor sea, por el contrario, material y, sobre todo, financiero.

III. La titulización de activos

Siguiendo este recorrido, vamos a adentrarnos a partir de ahora en algunas fórmulas financieras menos conocidas por el empresario pequeño y mediano de nuestro país. Empezaremos por el sofisticado mundo de la titulización de activos, que como muchos otros instrumentos financieros se gestaron en el ámbito jurídico y económico de influencia anglosajona, auténticos creadores de las más avanzadas e innovadoras herramientas de capital para el crecimiento de empresas.

El concepto de la titulización de activos es sencillo y puede definirse en términos amplios como un mecanismo para la transformación de los activos tradicionales reflejados en el balance de una empresa en títulos-valor susceptibles de ser negociados en mercados secundarios.

Estos títulos facilitan el acceso a financiación para la empresa emisora de los mismos, mediante el especial vehículo conocido como fondo de titulización, una entidad que emitirá títulos cuya garantía son los propios activos de la empresa cedidos a dicho fondo.

El pasado 12 de enero de 2007 se publicó en el Boletín Oficial del Estado, la Orden Ministerial sobre los convenios de promoción de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial; y parece que de nuevo repunta este instrumento financiero en el sector inmobiliario.

Trataremos, en este apartado, de acercarnos a la realidad práctica de este medio de financiación, y para ello qué mejor que ver resumido el proceso de constitución de un fondo de titulización de activos.

a) El proceso de titulización

- Determinadas operaciones dan lugar a ciertos derechos de crédito (préstamos, créditos comerciales y otros activos financieros), a favor de una empresa o grupo de empresas.
- Estos activos se agrupan por dicha empresa o grupo y se ceden conjuntamente, estableciéndose un fondo como patrimonio separado
- Se conciertan las operaciones necesarias para la mejora de la calificación crediticia o *rating* (mejora crediticia, garantías u otras ayudas financieras que puedan mejorar la liquidez)
- Se produce la emisión de títulos o valores negociables con cargo al fondo
- El fondo se gestiona y realiza operaciones a lo largo de la vida de los valores
- Finalmente se amortizan los valores emitidos y se liquida el fondo

Las partes intervinientes en el proceso son, pues, el generador (la sociedad o entidad financiera que cede los créditos y constituye el fondo), el vehículo (el propio fondo) y su entidad gestora (dado que el fondo carece de personalidad jurídica) y los tenedores de los valores emitidos, quedando todos ellos sujetos a supervisión por la CNMV.

b) El marco legal

La titulización dentro de balance se reguló por vez primera en la Ley 2/1981, de 25 marzo, del Mercado Hipotecario, que permitía a las entidades de crédito emitir bonos y cédulas hipotecarias garantizados con créditos hipotecarios, bajo determinadas condiciones. El riesgo de impago no se transfería a ningún vehículo, y además los activos titulizados y los valores emitidos quedaban reflejados en el balance.

La titularización fuera de balance apareció por primera vez en 1992, al regularse los fondos de titularización hipotecaria, a los que luego nos referiremos. Este marco se amplió posteriormente permitiendo la titularización de activos respecto de los créditos surgidos de la actividad de las Pequeñas y medianas empresas, así como de aquellos créditos recogidos en el balance de las compañías eléctricas derivados de la moratoria nuclear. La Disposición Adicional 5 de la Ley 3/1994, de 14 abril, por la que se incorpora a Derecho español la Segunda Directiva Bancaria, extendía el régimen jurídico de la titularización hipotecaria a otros créditos sin garantía hipotecaria, procurando ampliar las fuentes de financiación a disposición de los agentes económicos. Esta disposición fue posteriormente desarrollada mediante Real Decreto 926/1998, de 14 mayo, sobre Fondos de Titularización de Activos y Sociedades Gestoras de Fondos de Titularización. Por otra parte, el artículo 53 de la Ley 49/1998, de 30 diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999 permitió al Ministro de Economía y Hacienda conceder avales en garantía de los valores emitidos por fondos de titularización de activos, con el fin de ayudar a la promoción de actividades económicas. Finalmente, el artículo 18 de la nueva Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero prevé un marco más amplio para la titularización de ciertos créditos hipotecarios.

c) Titulización hipotecaria

Los créditos hipotecarios cuentan con la especial garantía de la hipoteca inmobiliaria, que asegura y responde del cumplimiento de las obligaciones asumidas por el prestatario. Además, los créditos hipotecarios se conceden generalmente sobre la base de un ratio de cobertura de alrededor del 80%, lo que supone que el acreedor conserva cierto margen de seguridad para el caso de que descendiera el valor de los inmuebles.

El acreedor, generalmente una institución financiera, está facultado para emitir bonos, cédulas o participaciones hipotecarias, que estarán garantizadas con la cartera de créditos hipotecarios. Según la Ley del Mercado Hipotecario, estos créditos hipotecarios deberán, no obstante, reunir los siguientes caracteres:

- Los créditos deben quedar garantizados por medio de hipoteca de primer rango que grave la totalidad del inmueble;

- El préstamo no puede exceder del setenta por ciento del valor de tasación del bien hipotecado. Excepcionalmente, podrá alcanzar el 80% en la financiación de la construcción, reparación o adquisición de inmuebles de uso residencial;
- Los inmuebles hipotecados deberán someterse a tasación previa por una entidad autorizada.

El titular de los valores no corre con los riesgos derivados de impago. De hecho, la institución financiera mostrará la cartera de créditos y los valores emitidos en sus estados financieros.

Las participaciones hipotecarias pueden, no obstante, ser suscritas por un Fondo de Titularización Hipotecaria (FTH), que actúe a través de su Sociedad Gestora. Contra esos activos, el FTH podrá emitir bonos de titularización hipotecaria, con las mismas características que cualquier otra clase de bonos (es decir, incluyendo el devengo de interés y amortización). Los FTH por tanto, transforman las carteras de las instituciones financieras en valores homogéneos, susceptibles de negociación en mercados secundarios.

Este proceso de titularización de activos con garantía hipotecaria fuera de balance se somete a las especiales disposiciones de la ya referida Ley 19/1992, de 7 julio, sobre Fondos de Inversión Hipotecaria Inmobiliaria y Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria. La ley define los FTH como patrimonios separados, sin personalidad jurídica, cuyo objeto es la inversión en participaciones hipotecarias, y que pueden emitir bonos de titularización hipotecaria en la cuantía y bajo las condiciones financieras que permitan que el valor neto del fondo sea nulo.

Los activos del FTH son las participaciones hipotecarias, es decir, los valores nominativos emitidos por los acreedores pertinentes mediante los cuales se considera a sus titulares como partícipes del crédito hipotecario afectado, total o parcialmente. Los pasivos incluirán los bonos de titularización de activos emitidos con cargo al fondo. Los flujos de caja derivados de principal e interés correspondientes a todos los valores emitidos con cargo al fondo deben corresponderse necesariamente con los generados por la totalidad de las participaciones agrupadas en el fondo, sin más diferencias o desajustes temporales que los derivados de los costes de administración y honorarios por la gestión del fondo, primas de seguros y otros gastos similares.

La constitución del fondo requiere verificación y registro previos en la CNMV. El fondo se constituye mediante escritura pública, que habrá de describir la cartera de participaciones hipotecarias agrupadas en el fondo, así como las características y condiciones financieras de los valores a emitir con cargo al mismo. La escritura describirá igualmente cualesquiera otras normas relativas a las operaciones del fondo.

Los bonos de titularización o titularización hipotecaria se someten habitualmente a procesos de evaluación del riesgo por entidades autorizadas de calificación o *rating*, y deben cotizar en un mercado secundario español. Dado que los FTH son cerrados, no podrán realizarse nuevas emisiones de bonos de titularización hipotecaria, ni agrupaciones adicionales de participaciones hipotecarias, después

de la constitución del fondo. Sin embargo, sí podrán concertarse operaciones de mejora del rango crediticio por cuenta del fondo.

El fondo se liquidará una vez amortizada la totalidad de las participaciones hipotecarias agrupadas en él.

Finalmente, debe destacarse que conforme a la Ley de 31 octubre 2002 sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero, las participaciones hipotecarias que se agrupen en fondos de titularización de activos podrán corresponder ahora a créditos hipotecarios que no reúnan alguno de los requisitos exigidos por la Ley del Mercado Hipotecario, ya señalados. En estos casos, las participaciones hipotecarias se denominarán "certificados de transmisión hipotecaria".

IV. Project finance

a) Principales características

El método de financiación alternativo que permite a los promotores transferir parte de los riesgos a los bancos o a los mercados de deuda, obteniendo fondos sin comprometer las inversiones de sus accionistas y sin implicar el resto de actividades de la empresa, es conocido como Project Finance, al que nos referiremos en adelante mediante su término adaptado al castellano, el Finanproyecto.

Sus cualidades son muy claras: (i) Minimización de los recursos propios a comprometer en la financiación de un proyecto, (ii) Facilidad para compartir proyectos a través de entidades jurídicas separadas de la actividad principal de la empresa, (iii) Necesidad, y utilidad, de elaborar planes empresariales a largo plazo y (iv) validación técnico-económica del proyecto por terceros expertos.

Una ventaja práctica añadida, y que se relaciona con el primer instrumento financiero tratado en este monográfico, es que la obtención y formalización del Finanproyecto por parte de la empresa, le va a permitir acudir con mayor credibilidad y solvencia técnica al mercado de capitales y/o la puesta en valor de una cartera, para la venta, parcial o total, del proyecto acometido.

El Finanproyecto es un nuevo mecanismo de financiación de inversiones de gran envergadura que se sustenta tanto en la capacidad del proyecto para generar flujos de caja, que puedan atender la devolución de los préstamos, como en contratos entre diversos participantes que aseguran la rentabilidad del proyecto. El aumento de grandes inversiones en infraestructuras y la tendencia de los gobiernos a reducir sus niveles de déficit público, ha sido un hecho fundamental en el desarrollo del Finanproyecto. Esta figura permite tanto a la Administración pública como a la empresa privada emprender proyectos cuya inversión en capital es elevada.

b) Fases de negociación y formalización del finanproyecto

- Se constituye una sociedad separada de la empresa o grupo de empresas que ha decidido financiar un proyecto de envergadura, que en la literatura actual recibe el nombre de Sociedad Vehículo del Proyecto (en adelante, SVP).
- La empresa o grupo de empresas que promueven el proyecto aporta una gran parte del capital de la sociedad a la SVP, vinculando así la financiación del proyecto a su gestión.
- La empresa o grupo de empresas promotoras celebra contratos integrales con los distintos participantes en el proyecto: el constructor, proveedor, cliente y la entidad financiera, entre otros.
- La sociedad promotora del proyecto opera con un alto ratio de endeudamiento sobre recursos propios, de modo que los prestamistas tienen limitadas posibilidades de reclamación en caso de impago.
- Las exigencias pactadas en los contratos de garantía deben permitir al fin que el proyecto sea rentable, y por tanto que pueda satisfacer todos los intereses de los participantes. Además, estas exigencias son mayores en la fase inicial del proyecto -diseño y construcción-. Esto es así debido a que los gastos localizados en esta fase son muy elevados y no hay ingresos.

Tal y como decíamos, el Finanproyecto es una técnica de financiación que está siendo utilizada para proyectos de gran envergadura. Para tal efecto emplea una cuidadosa mezcla de ingeniería financiera, a la cual se recurre para financiar iniciativas a gran escala para la explotación de recursos naturales, refinerías de petróleo, hidroeléctricas, entre otros; es decir, se está constituyendo en el método preferido para financiar obras de infraestructura y proyectos a gran escala a nivel mundial. Se utilizó este medio, por ejemplo, para financiar el despliegue de la red de telecomunicaciones de banda ancha de Auna, ahora ONO, en España. Además detectamos que dicha herramienta financiera está adaptándose a proyectos, también de envergadura y relevancia, en el sector inmobiliario, especialmente en la promoción de oficinas, centros comerciales y complejos hoteleros y turísticos.

En realidad el Finanproyecto no es más que una disciplina que consiste en preparar un plan de financiación, mediante una evaluación de los riesgos y diseño de una mezcla de medios de financiación, para al final obtener los fondos necesarios.

No obstante lo anterior, el Finanproyecto es diferente de los métodos tradicionales de financiamiento, y por supuesto distinto también a los medios que hemos analizado en los apartados anteriores, porque en este caso las entidades financieras toman especial preocupación por los activos y los ingresos del proyecto, a fin de minimizar los riesgos y asegurar la devolución del préstamo.

Completamente opuesto a una situación ordinaria de financiamiento, en el Finanproyecto, la institución financiera generalmente tendrá poca o ninguna ingerencia sobre los activos no relacionados con el proyecto, y que pertenecen al promotor del proyecto. En el financiamiento de proyectos, toman gran importancia

la identificación, el análisis, la asignación, y administración de cada uno de los riesgos asociados con el proyecto.

En el Finanproyecto, el préstamo solamente será pagado, en la eventualidad de que el proyecto genere los flujos de fondos suficientes. Si el proyecto no es rentable, la institución financiera perderá gran parte de su dinero. Los activos que pertenecen al proyecto tienen un uso muy específico, y si enfrentamos la eventualidad de venderlos, su valor de rescate será muy pequeño.

Las entidades financieras están preocupadas con la minimización de los peligros de cualquier evento que pudiese tener un impacto negativo en los resultados de un proyecto, en particular, en aquellos eventos, que podrían resultar de:

- Que el proyecto no se termina a tiempo, o de acuerdo al presupuesto
- Que el proyecto no opere a plena capacidad
- Que el proyecto no genere los flujos de fondos que permitan pagar el préstamo
- Que el proyecto concluya prematuramente, sin cumplir sus objetivos.

La minimización de los riesgos involucra un proceso de tres etapas. El primer paso requiere la identificación y análisis de todos los riesgos involucrados con el proyecto. El segundo paso es la asignación de los riesgos entre las partes involucradas en el proyecto. El último paso exige la creación de los mecanismos para manejar los riesgos.

Si la entidad o institución financiera no puede minimizar el riesgo, se verá en la necesidad de incrementar el nivel de la tasa de interés.

Será útil que conozcamos el método de análisis sobre riesgos que realizará la entidad financiera que escojamos para llevar a término la financiación de un proyecto inmobiliario mediante el Finanproyecto; es decir, qué le pasa por la cabeza al banco cuando por parte del promotor se demanda una financiación mediante esta herramienta.

c) Riesgos

a) Identificación y análisis del riesgo

Los promotores del proyecto deberán preparar el estudio de viabilidad. La institución financiera revisará cuidadosamente el estudio y puede encargar a consultores externos su complementación. Los asuntos que exigirán particular interés, son la verificación adecuada de la estimación de los costos y los flujos de fondos del proyecto. Algunos riesgos son analizados usando modelos financieros para determinar la sensibilidad de los flujos de fondos del proyecto, y en particular la capacidad de éste para cumplir con el repago del préstamo. Diferentes escenarios serán examinados para considerar el impacto en el proyecto de variables como la inflación, la tasa de interés, la tasa de devaluación, los precios de venta, etc.

b) Asignación de riesgos

Después de la identificación y análisis de los riesgos, éstos son asignados a los participantes involucrados mediante la negociación de un esquema contractual. Idealmente un riesgo debe ser asignado al participante que se encuentre en mejor posición de soportarlo, es decir, quien está en mejor condición de administrar, controlar, y asegurarse contra el riesgo. Del mismo modo, se debe asignar el riesgo a quien tenga la capacidad financiera de afrontarlo. Se ha observado que las instituciones financieras intentan asignar ampliamente los riesgos incontrolables y asegurar que cada participante tenga un interés en adecuarse a tales riesgos. Generalmente, los riesgos comerciales son asignados al sector privado, y los riesgos políticos al sector estatal.

c) Administración del riesgo

Los riesgos también deben ser administrados con la posibilidad de que pueda ocurrir un evento imprevisto para así minimizar sus consecuencias. Las Instituciones financieras necesitan tener mayor información y mayor control del proyecto, en aquellos casos en los cuales se enfrenten a la posibilidad de asumir mayores riesgos. Esta situación las obliga a involucrarse y monitorear el proyecto más detenidamente.

La administración del riesgo se facilita exigiendo a los promotores del proyecto la presentación de planes. Tales medidas pueden generar tensión entre la flexibilidad deseada por los promotores y los procedimientos de administración de riesgos que sea requerida por la institución financiera; pero esta condición acostumbra a ser insalvable.

d) Recomendaciones

Así pues, en conclusión, podemos hacer tres recomendaciones fundamentales para aquellos que decidan negociar una financiación sometida a un Finanproyecto:

- Se recomienda realizar un análisis minucioso de los riesgos relacionados con las distintas fases de la ejecución de un proyecto, siguiendo el esquema antes expuesto.
- Es recomendable la aplicación de técnicas de simulación que permitan plantearnos diferentes escenarios, y de esta manera evaluar el impacto de la variación de los parámetros y factores críticos del proyecto.
- Se recomienda continuar investigando sobre los mecanismos de medición del riesgo, en particular, en proyectos que representen montos significativos de inversión u horizontes de evaluación muy extensos.

V. Préstamo sindicado

a) Principales características

Este es un instrumento de financiación a largo plazo, y también como en el caso anterior, para inversores y empresas que requieren un elevado capital para acometer proyectos de envergadura.

De forma resumida diríamos que el crédito sindicado es una especie de préstamo/crédito derivado del acuerdo entre dos o más entidades financieras, que se unen para financiar conjuntamente un proyecto, y que actúa como ente colegiado, identificado como Sindicato. Es el Sindicato el que concede al deudor un préstamo utilizando las reglas normales del mercado crediticio. Ello implica la dispersión del riesgo entre el grupo de bancos participantes.

Se trata de operaciones a medio o largo plazo, entre cinco y siete años y lo habitual es que no excedan de diez.

La flexibilidad en el uso de los préstamos se incrementa si éstos se enmarcan en un programa multiopción. La idea de este programa es garantizar un cierto volumen de fondos a medio y largo plazo al prestatario, para dejar a éste la libertad para instrumentar dichos fondos entre varias alternativas, aprovechando así en cada momento la diferente situación de los distintos segmentos de mercado. El préstamo actúa, entonces, como último respaldo de un programa.

b) Concesión y estructura del Sindicato

Una empresa tiene dos maneras de pedir un préstamo:

- Puede comunicar su deseo al mercado y recibir ofertas de distintos grupos interesados. La empresa aceptará la oferta más competitiva.
- La empresa puede dirigirse a un solo banco y plantearle la operación. El banco será quien se encargue de buscar al resto de entidades. Es la opción más usada.

El Banco que se encarga de la organización del crédito sindicado es el Banco Agente (puede haber más de uno) y es quien establece las relaciones entre el prestatario y los demás bancos prestamistas. Podemos diferenciar:

El crédito sindicado se otorga a empresas u organizaciones de gran tamaño y solventes. Las cantidades de dichos créditos oscilan entre los 100.000.000 y 1.000.000.000 de euros, con plazos de cinco y siete años y, en algunos casos de hasta diez años. El tipo de interés por lo general es variable y revisable cada cierto tiempo (3, 6 o 12 meses).

En la última década se ha producido una innovación, que nacida en España se ha extendido al resto del mundo; se trata de las denominadas operaciones subastables, consistentes en que tanto la cantidad aportada como el tipo de interés es fijado mediante subasta entre todas las entidades financieras participantes.

Los participantes al principio de cada periodo (suele coincidir con el tiempo de pago de intereses), sabiendo la cifra de la que necesita disponer la empresa para el periodo, realizan ofertas al Banco Agente sobre el diferencial que solicitan. Las ofertas recibidas se ordenan de mejor a peor y se asignan hasta llegar a la cifra requerida.

c) Ventajas e inconvenientes

Ventajas:

- Es prácticamente la única posibilidad de endeudarse por elevados importes sin tener que recurrir al mercado emitiendo títulos de capital o de deuda.
- Proporciona mejor capacidad de negociación y de flexibilidad en la determinación del tipo de interés que negociando con una sola entidad.
- El Banco Agente es quien realiza el trabajo administrativo, a rápida velocidad y de forma confidencial.
- Una vez formalizado tiene gran flexibilidad en su uso.
- Fragmentación del riesgo bancario.

Los principales inconvenientes son:

- Riesgo de tipo de cambio cuando se realiza en divisas.
- Riesgo de tipo de interés al endeudarse fuertemente a tipo variable, aunque existe la posibilidad de convertir la financiación a tipo de interés fijo mediante un Swap de tipo de interés.
- Los tipos favorables solo se reservan a grandes empresas con buena solvencia y reputación.

A modo de conclusión del presente monográfico, queremos poner de manifiesto una cuestión, que si bien es obvia, la consideramos de vital importancia: la supervisión jurídica de los pactos, condiciones, garantías y aquellos documentos contractuales que deban suscribirse en el marco de la negociación y/o constitución de los medios financieros que hemos tratado, debe ser escrupulosa con la aplicación de las normas imperativas de los ordenamientos jurídicos a los que deban someterse y en los conceptos, principios y cuestiones donde la norma no haya llegado -lo cual ocurre con frecuencia-, que sea nuestro sentido común, sometido al sentido común jurídico, el que nos marque los límites de nuestra audacia financiera.

Jaime Cladellas Rojals

DEPARTAMENTO LEGAL

Abogado responsable: **Jaime Cladellas Rojals**

Licenciado en Derecho por la Universidad de Barcelona (1990). Miembro del Colegio de Abogados de Barcelona (1.992). Ha trabajado como responsable del departamento jurídico de varias empresas, así como responsable del área de inmobiliario y construcción



OTRAS ESPECIALIDADES JURÍDICAS

DEPARTAMENTO FISCAL

Socia responsable: **Lilian Mateu Ruano**

DEPARTAMENTO PROCESAL

Socio responsable: **José Miguel Cortes Fresco**

DEPARTAMENTO URBANÍSTICO

Socia responsable: **Mercè Moreno Alcalde**

NUESTRAS OFICINAS

BARCELONA

Roger de Llúria 86-88, 2º 1ª
08009 Barcelona
Telf: +34 93 208 22 50
Fax: +34 93 459 45 60

contacto@leymar.com
www.leymar.com