



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

Análisis de los préstamos sindicados en España: el caso del Grupo Antolín

Presentado por Irene Rey Delgado

Tutelado por Conrado Diego García Gómez

Soria, Diciembre de 2017

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	7
--------------------------	----------

CAPÍTULO 1

PRÉSTAMOS SINDICADOS

1.1. Contextualización del Préstamo Sindicado	13
1.1.1. Orígenes y evolución de los préstamos sindicados	13
1.1.2. Qué es el préstamo sindicado	16
1.1.3. Situación financiera a nivel global.....	17
1.1.3.1. Comparativa de los préstamos sindicados frente a la emisión de bonos	22
1.2. La sindicación del Préstamo Sindicado	24
1.2.1. Proceso de sindicación	25
1.2.2. Características del préstamo sindicado	29
1.2.3. Intervinientes.....	30
1.2.4. Principales Modalidades.....	34

CAPÍTULO 2

REGULACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS SINDICADOS

2.1. Naturaleza jurídica del préstamo sindicado	41
2.2. Forma del contrato de préstamo sindicado.....	43
2.3. Contenido del contrato	44
2.3.1. Obligaciones de las entidades prestamistas.....	45
2.3.2. Obligaciones del cliente (prestatario).....	45
2.3.3. Cláusulas Estándares y Cláusulas Especiales Modificadoras del contrato	50
2.4. Otros aspectos relevantes de los préstamos sindicados	52
2.4.1. Garantías reales	53
2.4.2. Garantías personales	54

2.4.3. Toma de decisiones en los créditos sindicados.....	54
2.4.4. Pagos a prorrata.....	55
2.4.5. Extinción del contrato	55

CAPÍTULO 3

VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL PRÉSTAMO SINDICADO

3.1. Ventajas o atractivos	59
3.1.1. Para el prestatario	59
3.1.2. Para los bancos partícipes	61
3.1.3. Para el banco <i>Arranger</i> y Agente.....	63
3.2. Inconvenientes o riesgos	65
3.2.1. Para el prestatario	65
3.2.2. Para el prestamista y a nivel global	67

CAPÍTULO 4

ESTUDIO DE UN CASO PRÁCTICO: GRUPO ANTOLIN

4.1. Grupo Antolín S.A.	71
4.1.1. Historia de la compañía y antecedentes.....	71
4.1.2. Estrategia, Misión, Visión y Valores.....	73
4.1.3. Unidades de Negocio del Grupo Antolín.....	73
4.1.4. Modelo de Negocio de Grupo Antolín.....	75
4.1.5. Evolución del Negocio e Ingresos del Grupo Antolín.....	77
4.1.6. Relación Inversión- Financiación del Grupo Antolín	78
4.2. Análisis de la entrevista miembro del Grupo Antolín	81
4.3. Análisis de la entrevista miembro CaixaBank	83
4.4. Valoración personal de los préstamos sindicados	83

CONCLUSIONES.....	85
BIBLIOGRAFÍA	89
ANEXOS	93

INDICE DE TABLAS, FIGURAS Y GRÁFICOS

Tabla 1.1. Ranking de los diez bancos europeos	21
Tabla 2.1. Tipos de interés en los préstamos sindicados	46
Tabla 2.2. Tipos de comisiones en los préstamos sindicados.....	47
Tabla 3.1. Cuadro resumen de las ventajas e inconvenientes más relevantes.....	68
Figura 1. Etapa Precontractual del Crédito Sindicado	26
Figura 2. Primera fase de la concesión del préstamo	27
Figura 3. En cada liquidación y amortización	28
Figura 4. <i>Tombostone</i> de un préstamo sindicado	65
Figura 5. Presencia del Grupo Antolín a nivel mundial.....	72
Gráfico 1.1. Precios del crudo Brent (1988-2015)	18
Gráfico 1.2. Evolución de los préstamos sindicados en España	19
Gráfico 1.3. Préstamos de más de un millón de Euros en España	19
Gráfico 1.4. Volúmenes de emisión de bonos en España	20
Gráfico 1.5. Volúmenes de financiación vía bonos y préstamos en Europa.....	22
Gráfico 2.1. Posibles situaciones del saldo del crédito.....	48
Gráfico 2.2. Situación del saldo cuando el prestatario incurre en mora	49
Gráfico 4.1. Distribución de las ventas por Unidades de Negocio	74
Gráfico 4.2. Porcentaje de facturación de cada cliente del Grupo Antolín (%)	76
Gráfico 4.3. Porcentaje de facturación del grupo a nivel mundial.....	76
Gráfico 4.4. Marcas de automóviles más vendidas en España en 2016	77
Gráfico 4.5. Evolución de los ingresos de Grupo Antolín	78
Gráfico 4.6. Evolución de la inversión de Grupo Antolín	78

INTRODUCCIÓN

La internacionalización de los mercados ha supuesto la necesidad de obtener, cada vez, mayor cantidad de recursos por parte de los actores económicos para poder afrontar los proyectos previstos. Estos requerimientos de capital se traducen en un incremento de la demanda de dinero al mercado financiero, que se ha visto obligado a diseñar nuevas estructuras legales y crediticias para dar respuesta a estas necesidades¹.

La crisis económica y financiera sufrida en los últimos años, ha hecho que muchas empresas tengan que buscar nuevas alternativas para acceder a préstamos financieros, así como otras formas de financiación puesto que ninguna entidad estaba dispuesta a soportar un riesgo de cartera demasiado elevado. Por tanto, la diversificación del riesgo es una cuestión esencial en estos tiempos de inestabilidad financiera.

En las últimas décadas se ha producido el desarrollo y la expansión de operaciones bancarias en las que se precisa la colaboración de varias entidades de crédito con el fin de realizar prestaciones monetarias que una entidad por sí sola no podría ofrecer; bien por su elevada cuantía, bien por carecer de capacidad económica suficiente, bien porque la financiación solicitada por el cliente implica un riesgo que una entidad a nivel individual no puede asumir, o bien, porque el cliente manifiesta expresamente su deseo de que participen varias entidades de crédito en la operación propuesta por aquel.

Este fenómeno de colaboración bancaria, conocido por el nombre de sindicación bancaria, es muy común en situaciones en las que las empresas demandan un importe superior a lo que un solo banco puede prestarle.

Los créditos sindicados son una modalidad muy especializada ya que se hacen a medida para las grandes empresas, es lo que se conoce como una financiación ad-hoc, en la que concurren varias entidades financieras para la concesión de un único crédito.

La concesión de créditos sindicados permite a las entidades financieras asumir una política más racional y gestionar sus riesgos de forma mancomunada sin comprometer sus niveles adecuados de solvencia y liquidez.

El motivo principal que me ha llevado a analizar los préstamos sindicados es que las asignaturas que más me han gustado de este grado son aquellas orientadas al área financiera, ya que considero que es un área imprescindible para el buen funcionamiento de una empresa puesto que es la que permite la ejecución de los proyectos de la misma.

¹Según Luis Emilio Rodríguez Solano en su ensayo científico "El crédito sindicado como alternativa para acceder a nuevas formas de crédito"
<http://webquery.ujmd.edu.sv/siab/bvirtual/BIBLIOTECA%20VIRTUAL/TESIS/30/MFE/ADMAERP0001389.pdf>

Al margen de mi gusto por las finanzas, debo mencionar mi curiosidad por el sistema de financiación de Grupo Antolín, empresa donde realicé las prácticas externas el verano pasado. Por tanto, decidí informarme sobre los sistemas que utilizaba el grupo para financiarse y descubrí que una de sus vías de financiación eran los créditos sindicados.

No tardé en documentarme sobre su funcionamiento, finalidad, etc. Me pareció un tema muy interesante sobre el que hacer un Trabajo Fin de Grado y no dude en proponérselo a los profesores del departamento financiero.

Una vez que me dieron el visto bueno, me puse a buscar información y pude observar que existían pocos estudios acerca del tema en cuestión, y que no era sencillo conseguir información valiosa para aquellos que quisieran conocerlo y entender su funcionamiento de forma rápida. Esta es la razón que me motivó para profundizar en ello y comprender cómo muchos proyectos pueden salir adelante gracias a esta iniciativa.

El objetivo fundamental que se ha fijado para el presente trabajo es el estudio de la financiación sindicada. No obstante, para tener un conocimiento exhaustivo de los préstamos sindicados, este objetivo se concreta en los siguientes:

- ✓ Dar a conocer la modalidad de préstamo sindicado, así como su importancia a nivel empresarial y bancario.
- ✓ Definir detalladamente las características fundamentales de los préstamos sindicados, el proceso de sindicación y las modalidades más comunes.
- ✓ Estudiar las consecuencias de la firma del contrato de préstamo sindicado.
- ✓ Ventajas e inconvenientes de la utilización de la vía sindicada.
- ✓ Realizar un estudio de caso para entender cómo funciona la financiación sindicada.

Para llevar a cabo el análisis anterior y cumplir los objetivos establecidos, la metodología utilizada ha sido la siguiente:

Para la parte teórica, búsqueda de información continuada, a través de plataformas online y manuales de finanzas. Además, he consultado varios diarios online sobre noticias relacionadas con la financiación sindicada, revistas sobre finanzas, legislación (Código de Comercio, Código Civil, Boletín Oficial del Estado, Reglamentos y Leyes).

Para la elaboración de la parte práctica; por un lado, la búsqueda de información se ha ceñido a la página web de Grupo Antolín y por otro lado, se han realizado dos entrevistas, así como también he asistido a una Conferencia impartida por el Grupo Antolín. Gran parte de los resultados fueron extraídos de las entrevistas semiestructuradas que se llevaron a cabo durante la investigación: por una parte, el responsable de Planificación Financiera de Grupo Antolín y por otra, el responsable de Riesgos de CaixaBank.

La investigación está estructurada en cuatro partes diferenciadas. Los dos primeros capítulos son más teóricos, el tercer capítulo analiza las ventajas e inconvenientes de la modalidad sindicada y el cuarto capítulo se centra en el estudio práctico de la financiación de Grupo Antolín, finalizando con las conclusiones extraídas de la investigación.

En el primer capítulo se contextualizará el préstamo sindicado, estudiando sus orígenes, definiendo lo que es el préstamo sindicado en sí mismo y hablando de la situación financiera a nivel global, comparando la sindicación de préstamos con la emisión de bonos y con otras vías de financiación actuales como; el *crowdfunding*, el *factoring* o el *direct lending*. También se explicará detalladamente en qué consiste el proceso de sindicación y las características principales de esta modalidad. Sin olvidar mencionar a los agentes que intervienen en el proceso, profundizando en cuáles son sus funciones en el proceso. Además de abordar las tipologías principales de sindicación que existen.

El segundo capítulo se centra en el contrato de préstamo sindicado. Es decir, se abordarán temas como la naturaleza jurídica, la forma y contenido del contrato, haciendo especial hincapié en las obligaciones de las partes. Además, se hablará de las cláusulas estándares y especiales del contrato y de otras cuestiones como las garantías, los requisitos que debe cumplir quien tome las decisiones, los pagos a prorrata entre los bancos, teniendo en cuenta su participación en el crédito y las causas de extinción del contrato.

En el tercer capítulo se analizarán las principales ventajas e inconvenientes que se han encontrado para el prestatario, para el prestamista, diferenciando entre; Banco *Arranger*, Banco Agente y Bancos partícipes y, los inconvenientes observados a nivel global.

El cuarto capítulo, enmarcado dentro del análisis práctico, se subdivide a su vez, en cuatro partes.

La primera, pretende dar a conocer la empresa a estudiar, Grupo Antolín, S.A, en la que se hablará del contexto histórico de la compañía, su estrategia, misión, visión y valores, sus unidades de negocio y el modelo de negocio de la compañía. También se tratará la evolución del negocio a nivel de ingresos e inversión y cuál es la estrategia financiera del Grupo.

Sin embargo, la segunda y tercera parte, se centran en analizar la información extraída a través de las entrevistas realizadas a los miembros de Caixabank y Grupo Antolin.

Y, la cuarta, es una valoración personal sobre la financiación sindicada y, en concreto, la financiación sindicada para el Grupo Antolin.

Finalmente, para dar por concluido el trabajo, en el último capítulo se incluyen las principales conclusiones obtenidas tras la realización del Trabajo Fin de Grado.

CAPÍTULO 1

PRÉSTAMOS SINDICADOS

1.1. Contextualización del préstamo sindicado

En este primer apartado se tratará de plasmar una visión general de los préstamos sindicados, desde que surgieron por primera vez en Estados Unidos hasta la actualidad, así como una aproximación al concepto de Préstamo Sindicado. Además, se hablará de los acontecimientos que han dado lugar a la situación financiera actual a nivel global y se hará una comparativa con la emisión de bonos, puesto que son las principales vías de financiación para las medianas y grandes empresas cuando se trata de grandes montantes.

1.1.1. Orígenes y evolución de los préstamos sindicados

El mercado de préstamos sindicados surgió por primera vez en EEUU en torno a 1860, relacionado con las operaciones de adquisición de compañías mediante operaciones de alto riesgo, basadas en compras apalancadas².

En la década de los setenta del s. XIX, aparecieron por primera vez en Europa de la mano de los bancos americanos que se instalaron en Gran Bretaña, conocidos como los *merchant Banks* ingleses que tenían una dimensión limitada pero grandes e importantes clientes. Esta llegada coincidió con la necesidad de financiar las infraestructuras de ferrocarriles, proyectos muy costosos que requerían un volumen elevado de capital.

² Las compras apalancadas, también conocidas como "LBO" (*Leveraged Buy-Out*) son transacciones en las que una empresa adquiere una compañía consolidada en su sector y que goza de cierta estabilidad económica. La peculiaridad de este tipo de operaciones es que esta compra va a ser financiada con los flujos que genere la sociedad adquirida.

Por tanto, los *merchant Banks* comenzaron a solicitar la participación de otros bancos con el objetivo de que aportasen una parte del préstamo en los mismos términos y condiciones que ellos. Es decir, se optó por la agrupación de grandes capitales para minorar el riesgo asumido por el inversor a nivel particular al concentrar demasiado capital en una sola transacción, y de esta manera, existía la posibilidad de aportar capital adicional en caso de ser requerido. En este sentido, los *merchant Banks* actuaban como banco *Arranger* y Agente ya que eran los encargados de organizar y administrar los préstamos y cobraban unas comisiones por ello.

Estos motivos son la base de la financiación de proyectos y constituyen la razón de ser de la financiación sindicada.

En algunas ocasiones, estos sindicatos de acreedores fueron empleados como instrumento de financiación estatal. Cabe destacar el caso de Francia en 1971, que, tras su derrota militar frente a Prusia, quedó muy debilitada y carecía de medios de financiación. Ante esta penosa situación, la familia Rothschild le concedió un préstamo para que pudiera hacer frente al pago de las reparaciones de la guerra y este préstamo tuvo la consideración de sindicato de acreedores

Tras la estabilización de Europa, se incrementó el flujo privado de capital entre las distintas naciones europeas. Tanto el importe como el número de operaciones de financiación aumentaron notablemente hasta la Primera Guerra Mundial.

Como consecuencia de la Primera Guerra Mundial, se abandonaron numerosas inversiones internacionales que se habían puesto en marcha por parte de los estados beligerantes para financiar las necesidades bélicas.

Otro hecho que se le suma a las devastadoras consecuencias de la guerra es el crack del 29³, que tuvo una gran repercusión sobre el continente europeo. La quiebra bancaria provocó que numerosos depositantes abandonasen sus inversiones bancarias y se decantasen por oro o dinero en efectivo, con lo que la inversión se paralizó.

El hundimiento de la economía norteamericana supuso una reducción notable en las exportaciones a estados unidos y, como consecuencia el paro también se incrementó en Europa, disminuyó el consumo y con ello, la inversión en infraestructuras por parte de las empresas.

³ El Crack del 29 tuvo lugar en Nueva York entre el día 24 y 29 de octubre de 1929 y se produjo tras la explosión de una burbuja especulativa que llevó a los norteamericanos a lanzarse al mercado para adquirir acciones a través de fondos de inversión (*trust funds*). La principal consecuencia derivada de este crack bursátil fue la caída de la bolsa de Nueva York, mercado de valores más importante del mundo que trajo consigo el comienzo de la Gran Depresión, y que ha sido considerada como la mayor crisis económica del s. XX por su alcance internacional. (Noticia del Diario El Mundo, Lidia Gordon, Actualizado 24/10/2014)

En esta situación tan desoladora de guerras y posguerras no tenían cavidad las operaciones financieras transnacionales.

Una vez que se superó la Segunda Guerra Mundial, los gobiernos de los países más desarrollados impulsaron la creación de dos grandes instituciones; por un lado, el Fondo Monetario Internacional y por otro, el Banco Mundial⁴. Hasta que no se implantaron estas instituciones no se recuperó la confianza en los mercados y, es preciso señalar que tanto las inversiones como la financiación internacional eran públicas en esta época.

En la década de los cincuenta, la regulación bancaria sufre una flexibilización y se permite a las entidades mantener depósitos en divisa extranjera (también conocido como mercado de eurodólares⁵). La creación del nuevo mercado de eurodólares atrae a numerosos bancos americanos, japoneses y de otros países a operar en este mercado puesto que, facilita la concesión de préstamos a compañías extranjeras.

En el caso español, la economía no despegó hasta finales de los años cincuenta puesto que, hasta entonces, el país se encontraba recuperándose de los estragos que había causado la Guerra Civil y estaba muy debilitado. Primaba la autarquía, controles de precios muy estrictos, rigidez absoluta en las relaciones económicas y desconfianza en el mercado. Todo esto se traduce en un tejido empresarial muy pobre con empresas pequeñas y poco volumen de facturación. Sin olvidar que la mayoría de las operaciones financieras que se cerraban eran operaciones de descuento y créditos bilaterales con interés fijo y amortización al vencimiento.

Sin embargo, la liberalización de la economía y la escasez de capital de las compañías españolas las llevó a recurrir a mercados exteriores para financiarse. A esto hay que sumarle que en 1999, las entidades bancarias y las compañías españolas experimentaron un crecimiento muy fuerte de los créditos sindicados como consecuencia de la llegada del euro al continente europeo como moneda única.

Estos acontecimientos fueron los que permitieron que nuestro sistema financiero se pusiera en un corto periodo de tiempo a la altura del resto de países desarrollados.

⁴ El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial son instituciones que forman parte del sistema de las Naciones Unidas y comparten un idéntico objetivo, a saber, mejorar el nivel de vida de los países miembros. Las formas en que encarar la consecución de este objetivo se complementan entre sí: el FMI se ocupa de cuestiones macroeconómicas, mientras que el Banco Mundial se concentra en el desarrollo económico a largo plazo y en la reducción de la pobreza". (Fondo Monetario Internacional, Ficha técnica, 15 de marzo de 2016)

⁵ Los eurodólares son dólares americanos que son depositados en bancos fuera del territorio estadounidense, normalmente en bancos europeos, pero también puede ocurrir que se deposite en países asiáticos, latinoamericanos... Para más información, se puede consultar el enlace: <https://inversian.com/que-son-los-eurodolares/>

1.1.2. Qué es el préstamo sindicado

El término “sindicato” puede tener distintas acepciones en función del contexto en el que se encuadre. De tal manera, que si extrapolamos el término “sindicato” al ámbito socio-laboral o político, hace referencia a una asociación creada para velar por los intereses comunes de los asociados. Sin embargo, en el campo jurídico-mercantil o financiero, que es lo que nos ocupa, surge como una herramienta financiera que permite tanto a los bancos como a otras entidades financieras;

- Prestar dinero y proveer financiamiento por encima de los límites individuales de cada prestamista, puesto que las entidades financieras tienen un límite individual establecido por la legislación local de cuánto pueden prestar a una empresa en cualquier momento.
- Debido a su volumen, diversificar y compartir el riesgo crediticio entre varios bancos que a tal efecto, se unen formando un sindicato. Pese a que lo más habitual es recurrir a este tipo de financiación cuando una empresa quiere poner en marcha un proyecto muy costoso o una inversión importante, también es común optar por esta modalidad de contratación cuando el prestamista no desea mantener un riesgo de crédito elevado con un mismo deudor y por eso, decida sindicarlo con otros bancos.

Estas operaciones se pueden estructurar con distintas condiciones financieras y diversos tramos de deuda (*tranches*). Asimismo, se caracterizan por ser contratos a largo plazo, pudiendo oscilar su vencimiento entre uno y quince años, pero siempre bajo un solo contrato y administrado por un mismo agente.

En definitiva, podemos definirlo como un crédito de elevada cuantía que no puede ser concedido por una única institución financiera, sino que requiere que una pluralidad de prestamistas, que en la mayoría de los casos suelen ser entidades de crédito (bancos o cajas de ahorro), converjan de manera mancomunada como Sindicato Bancario para conceder de manera unificada un elevado crédito sindicado, o varios, a un único prestatario.

Por una parte, el prestamista o agrupación de bancos, conocido como “Sindicato Bancario”, hace una propuesta de sindicación al prestatario bajo unos términos y condiciones.

Por otra parte, el prestatario, que habitualmente es un empresario societario mercantil, elegirá aquella propuesta de sindicación que se adapte mejor a sus necesidades, teniendo en cuenta el precio y la cantidad de la que quiera disponer del Banco Director⁶. Esta figura de Banco Director suele coincidir con el Banco Agente que es quien gestiona dicho crédito; regula las relaciones entre prestamista y prestatario y recibe del deudor los pagos por intereses y amortización de la deuda.

⁶ El Banco Director se encarga de seleccionar al resto de entidades financieras entre quienes se distribuye el préstamo.

Además, el prestatario o acreditado está obligado a devolver el importe recibido o efectivamente dispuesto, incrementado en un importe de intereses además de abonar las comisiones correspondientes, en un determinado plazo.

1.1.3. Situación financiera a nivel global

El sector financiero ha sufrido grandes transformaciones en las últimas décadas, fruto de la entrada y salida de nuevos inversores al escenario internacional y de la implantación de un modelo de negocio capaz de responder a los movimientos de las empresas.

Los acontecimientos que marcaron la evolución de los mercados mundiales y como consecuencia, el negocio de la banca de inversión, tuvieron su origen en Estados Unidos. Tanto el ataque terrorista a las Torres Gemelas en 2001⁷ como la crisis de las *subprime* en 2007 fueron el detonante de la crisis financiera y de la quiebra de *Lehman Brothers*⁸.

Al impacto de los mercados estadounidenses, se le suman las decisiones tomadas por los bancos centrales con respecto a los tipos de interés, ambos factores determinan nuestro contexto económico actual.

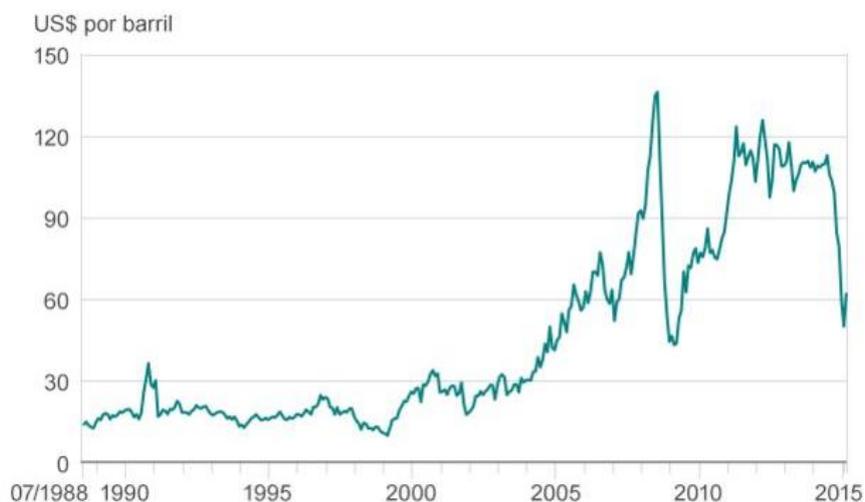
En 2015, el hecho de que se incrementara la liquidez en los mercados y bajaran los tipos de interés dio lugar a la firma de numerosas operaciones financieras. En lo que se refiere a operaciones bursátiles, podemos destacar que en España se produjo la salida a bolsa de Cellnex (antigua Albertis Telecom) o Euskatel (operador de telecomunicaciones de origen vasco), así como también se aumentaron la emisión de bonos de deuda y los préstamos sindicados.

No obstante, este escenario dio un vuelco en el primer trimestre de 2016. La volatilidad de los mercados propiciada por los vaivenes del precio del Brent (ver gráfico 1.1), la subida de los tipos de interés por parte de la FED⁹ y la recesión China, provocaron que los ingresos de los bancos por transacciones se redujeran a 14.600 millones de dólares (12.800 millones de euros), lo que se traduce en una disminución del 27%.

⁷ “La crisis actual, aunque no tiene un detonante tan claro como las torres gemelas, comparte con la de 2001 que ha dejado de ser un problema financiero para trasladarse a la economía real: el desplome inmobiliario y la crisis de crédito tras el estallido de la crisis de las hipotecas subprime han provocado enormes pérdidas a la banca internacional, una contracción del consumo privado, el aumento del paro y, finalmente, la recesión” (Eduardo Segovia. 23.01.2008. El Confidencial)

⁸ Lehman Brothers era un holding de servicios financieros que destacaba por ser uno de los mayores bancos de inversión del mundo. La quiebra de Lehman Brothers hace referencia a la declaración oficial en bancarrota de dicho banco (15 de Septiembre de 2008) puesto que las autoridades norteamericanas se negaron a rescatarlo y éste a su vez, contagió a todo el sistema financiero a nivel mundial. En similar sentido, (V. Gómez. 15-09-2016. Cinco Días.)

⁹ FED (Sistema de Reserva Federal) es el sistema bancario central de EEUU.

Gráfico 1.1. Precios del crudo Brent (1988-2015).

Fuente: *Bloomberg, L.P.* ¹⁰

En el caso español, a la inestabilidad financiera global se le suma cierta inestabilidad política que puede condicionar la actividad económica. Según Jordi Llidó¹¹, socio de *Financial Advisory* de Deloitte, los inversores internacionales no tienen intención de abandonar sus inversiones del mercado español aunque harán un seguimiento más exhaustivo. El experto prevé que las operaciones contratadas se pospondrán hasta que se suavice la situación y puedan finalizar con éxito, así como asegura que se pondrán en auge operaciones fundamentadas en economías de escala y que la mayor parte de los movimientos se llevarán a cabo por parte de empresas medianas, mediante fusiones con la intención de aumentar su estructura y poder ganar competitividad a nivel global.

La tendencia que está siguiendo la banca de inversión es implantar una mentalidad global y capacidades específicas en sus equipos profesionales para mejorar su gestión.

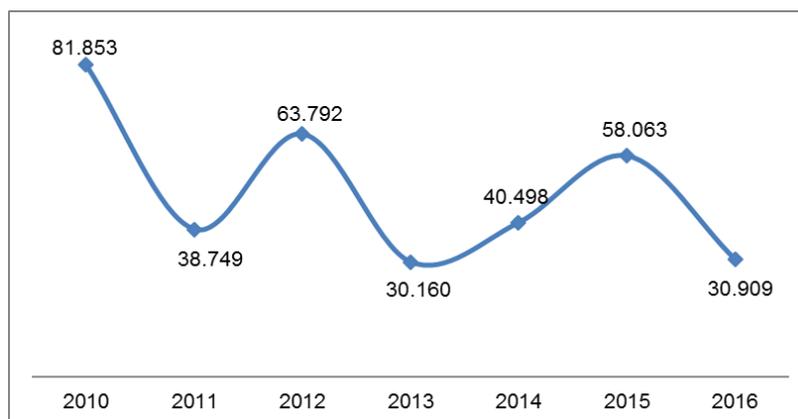
Debido a esta concepción internacional, las grandes empresas españolas prefieren financiarse saliendo al mercado de bonos que hacerlo mediante créditos. Así lo demuestra la caída que han experimentado tanto los créditos sindicados como los créditos en general.

En lo que se refiere a los préstamos sindicados españoles, en el gráfico 1.2., podemos ver que han sufrido un descenso del 47% en el último año, pasando de 58.063 millones de euros en 2015 hasta situarse en 30.909 millones en 2016.

¹⁰ Es una compañía estadounidense, *Limited Partnership*, que ofrece servicios financieros (software y datos concretos y noticias). Es similar a *Thomson Reuters*.

¹¹ Jordi Llidó, socio de *Financial Advisory* de Deloitte, reveló esta información para el Diario Expansión, artículo que fue redactado por María José Gómez- Serranillos y publicado el 11/04/2016.

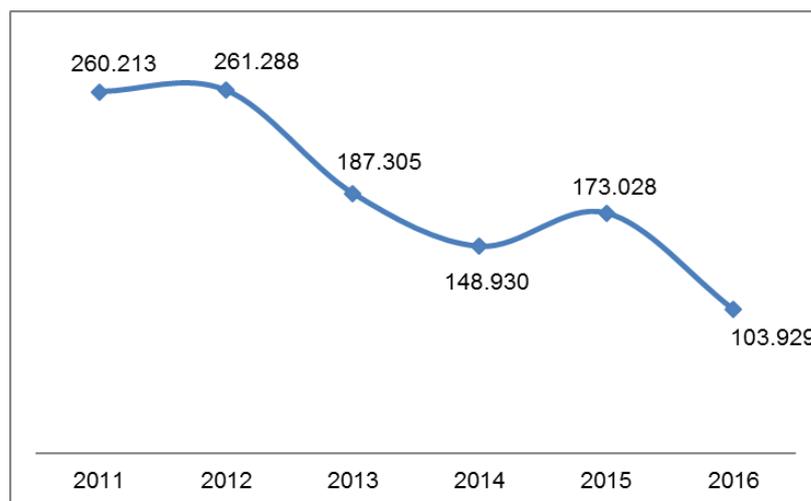
Gráfico 1.2. Evolución de los préstamos sindicados en España
(datos en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por *Dealogic*.

El resto de créditos, incluidos los préstamos bilaterales, también se han visto reducidos en torno a un 33%, situándose en 103.929 millones de euros en 2016, según datos del Banco de España (ver gráfico 1.3.).

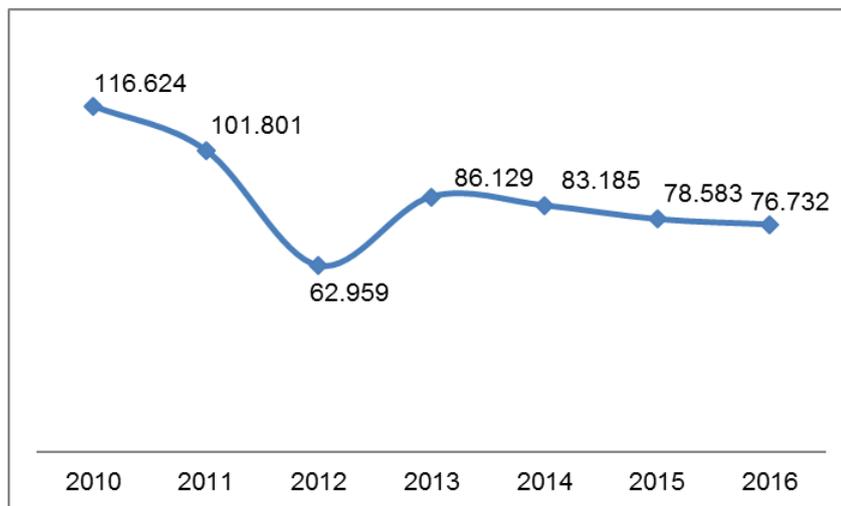
Gráfico 1.3. Préstamos de más de un millón de Euros en España
(datos en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por Banco de España.

Sin embargo, como podemos ver en el gráfico 1.4, la situación de los bonos difiere de los préstamos. Desde la caída que sufrieron en 2012, repuntaron y se han mantenido bastante estables en los últimos cuatro años. Esto se debe a que numerosas compañías españolas tanto pymes como grandes empresas, recurren a la emisión de bonos para amortizar préstamos que tienen con la banca. En el último año por un montante de 76.732 millones de euros.

Gráfico 1.4. Volúmenes de emisión de bonos en España
(datos en millones de euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos proporcionados por *Dealogic*.

Todo parece indicar que la previsión para los próximos años es mantenerse en la misma línea. A finales de 2016, el Diario Expansión publicó un artículo en el que *Dealogic* y Banco de España se reafirmaban en que la caída de los préstamos sindicados rondará el 50%, puesto que predomina un panorama internacional inestable y las compañías prefieren optar por financiación no bancaria y el desendeudamiento, al margen de acometer grandes inversiones, adquirir nuevas empresas, fusionarse..., que sería lo que reactivaría de nuevo la concesión de créditos sindicados.

Ante esta ardua concepción internacional, no podemos olvidar que contamos con dos empresas españolas; Santander y BBVA líderes en el negocio de préstamos sindicados a nivel europeo, en lo que a volumen de préstamos concedidos se refiere. Santander ocupa la primera posición y BBVA la tercera, atendiendo al ranking de *Dealogic* que podemos ver en la tabla 1.1.

El éxito de estas entidades se debe a que orientan su actividad a una doble estrategia. Por una parte, como consecuencia de la congelación del negocio nacional, apuestan por el desarrollo internacional, prestando una cuantía importante de sus créditos en el exterior.

Tabla 1.1. Ranking de los primeros diez bancos europeos

ENTIDAD	PUESTO EN 2016	CUOTA EN PORCENTAJE	PUESTO EN 2015	CUOTA EN PORCENTAJE
SANTANDER	1	9,3%	2	8,4%
UBS	2	8,5%	5	5,7%
BBVA	3	5,9%	6	5,2%
CITI	4	5,7%	7	4,7%
MORGAN STANLEY	5	5,5%	4	6,4%
DEUTSCHE BANK	6	5,0%	8	3,8%
GOLDMAN SACHS	7	4,8%	1	11,0%
JP MORGAN	8	4,3%	3	7,0%
BARCLAYS	9	3,9%	9	3,5%
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE	10	3,7%	10	3,3%

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Dealogic*

Por otra parte, seleccionan bancos españoles de calidad con los que trabajar, independientemente de la cuantía que éstos requieran. Este hecho les abrirá muchas puertas de cara a que estos pequeños créditos puedan transformarse en otros negocios inducidos para la banca de inversión.

Actualmente, BBVA ha participado en 32 préstamos en Europa y el Santander en 42. El pasado año, los sectores más activos fueron construcción, energía y servicios y, dentro de las operaciones más importantes que se llevaron a cabo podemos destacar ACS (2.350 millones), Acciona (2.200 millones) y Ferrovial (1.250 millones) o refinanciaciones como la de Iberdrola (2.500 millones).

Para concluir este apartado, simplemente señalar que hasta hace relativamente poco, más del 70% de la financiación española procedía de los bancos. Sin embargo, ahora la situación ha revertido, las compañías españolas han optado por diversificar sus fuentes de financiación. El motivo de esta paralización de los créditos es que la gran mayoría de las empresas cuentan con un abanico muy amplio de posibilidades para financiarse, al margen del crédito tradicional como puede ser el *crowdfunding*, *factoring* y, desde hace unos meses, los fondos de deuda (*direct lending*).

El primero, *crowdfunding*, es una financiación colectiva a través de internet, consiste en una cooperación de personas que realizan una red para conseguir dinero u otros recursos. Se suele utilizar para financiar iniciativas personales o a nivel de empresa.

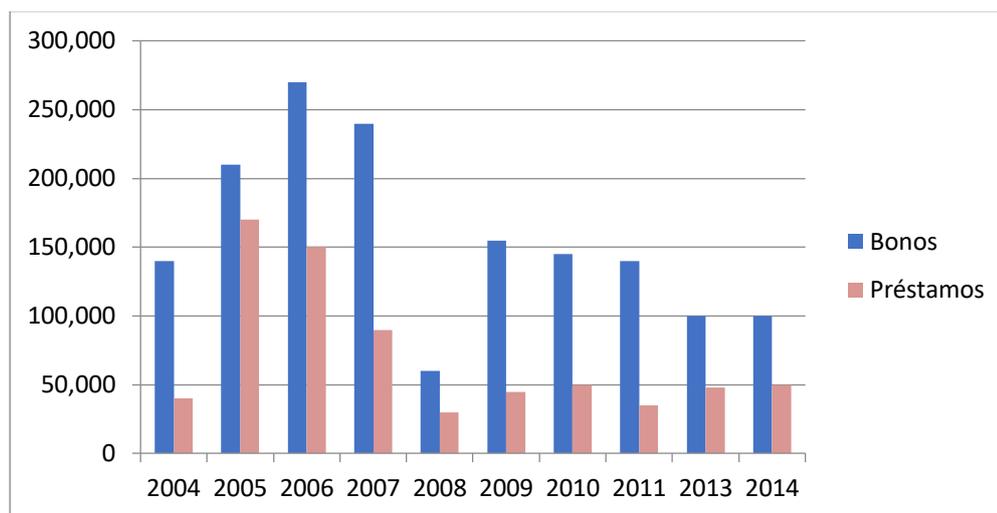
El segundo, *factoring*, es una vía de financiación a corto plazo a la que pueden recurrir todo tipo de empresas. Se trata de una operación mediante la cual, una empresa cede las facturas generadas con sus ventas a una compañía de *factoring* para que se encargue de cobrarlo. Además del servicio financiero, la compañía de *factoring* se ocupa de servicios administrativos, comerciales, entre los que se encuentra, el pago anticipado de facturas.

Por último, el *direct lending*, es un instrumento de financiación alternativa a la banca llevada a cabo por inversores privados. En cuanto a diferencias con la banca se refiere, podemos destacar que los requisitos necesarios para solicitarlo son menos restrictivos pero sin embargo, a la hora de devolver los préstamos, los intereses que tienen que pagar son superiores. Esta forma de financiación surgió en EEUU y Reino Unido pero cada vez está adquiriendo mayor importancia en España.

1.1.3.1. Comparativa de los préstamos sindicados frente a la emisión de bonos

A la hora de acometer inversiones o proyectos de gran envergadura, las fuentes de financiación por excelencia a escala nacional e internacional suelen ser los préstamos sindicados o las emisiones de bonos. De hecho, como podemos ver en el gráfico 1.5, en los que se muestra la evolución de los volúmenes de financiación desde 2004 hasta 2014, la financiación europea por medio de estos instrumentos es bastante voluminosa, siendo los bonos los que se llevan la mayor parte.

Gráfico 1.5. Volúmenes de financiación vía bonos y préstamos en Europa
(datos en millones de Euros)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos extraídos de *Thomson Reuters*.

Tradicionalmente, las emisiones internacionales de bonos se comparaban con la utilización de créditos unilaterales. No obstante, es más acertado comparar la emisión de bonos con los créditos multilaterales o sindicados puesto que se asemejan más en cuanto a sus características y formas de colocación.

Teóricamente estas formas de financiación son muy similares, sin embargo, les diferencian varias cuestiones.

Con respecto al volumen, la emisión de bonos suele utilizarse para proyectos más voluminosos que los créditos sindicados ya que tienen que ser operaciones de más de cien millones de euros y, un sindicato se puede formalizar a partir de veinte millones.

Es preciso señalar que los créditos sindicados se conforman en el mercado intermediado, y la emisión de bonos en el desintermediado. Los créditos sindicados conforman un mercado típicamente OTC o no organizado aunque con tendencia a cierta estandarización. Sin embargo, la emisión de bonos internacionales, se caracteriza por una mayor complejidad y variedad de los activos negociados. Sin olvidar que existe un mercado secundario de bonos internacionales bien organizado en las bolsas de Valores europeas de Londres y Luxemburgo, lo que asegura la liquidez de los títulos.

En los préstamos sindicados, los prestamistas cuentan con información suficiente, es decir, conocen y analizan a los potenciales prestatarios, sobre todo las entidades que actúan como promotoras o Banco *Arranger*.

Sin embargo, en el mercado de bonos, los inversores son más numerosos y se encuentran más dispersos, geográficamente hablando.

Ahora bien, en lo que se refiere a los prestatarios, tienen en cuenta tres aspectos para decantarse por su vía de financiación.

- Costes de flotación de la emisión.
- Renegociación y liquidación de la operación.
- Asimetría de la información.

El primero de ellos, los costes de flotación, se refieren al elevado coste fijo que supone la emisión de bonos, puesto que necesita un rating externo, documentación externa, abogados..., lo que hace que esta vía quede reservada para operaciones que requieran grandes volúmenes de financiación. Por tanto, si el volumen de fondos implicados no es elevado, será conveniente optar por un crédito sindicado.

El segundo, la renegociación y liquidación de la operación, es preciso señalar que es mucho más sencillo renegociar o liquidar una operación con un número reducido de bancos que con miles de inversores. En el caso de que los prestatarios sean adversos al riesgo o teman por su trayectoria financiera, deberían tender a endeudarse por vía créditos sindicados.

Por último, la asimetría de la información. En este sentido, aquellas empresas que consideren que no cuentan con la información suficiente sobre su actividad o su situación, tenderán a acudir al mercado sindicado. Puesto que los bancos promotores del sindicato se encargan de proporcionar toda la información requerida, cosa que no ocurre en el mercado de bonos, sobre todo si las emisiones carecen de *rating*¹².

¹² *Rating* o calificación crediticia, hace referencia a la certificación de solvencia de una entidad para acceder a algún tipo de crédito o para emisiones de deuda. (Ignacio López Domínguez, Expansión)

En el periodo 1993-2006 se llevó a cabo un estudio para la Eurozona que demostró que las grandes empresas, con grandes niveles de apalancamiento, alta proporción de activos fijos y pocas expectativas de crecimiento preferían endeudarse vía créditos sindicados. Por otra parte, aquellas empresas que están más apalancadas a corto plazo pero que pretenden seguir creciendo, se decantan por la emisión de bonos. Sin embargo, existe una porción de empresas bastante significativa que apuesta por combinar ambas formas de financiación simultáneamente.

Esta comparativa, se puede resumir esquemáticamente con unas ideas muy claras.

- La emisión de bonos no está al alcance de todas las empresas ya que se necesita un desembolso de al menos cien millones de euros para emitirlo y, un préstamo sindicado se puede firmar cuando se requieran veinte millones.
- El crédito sindicado es una herramienta de financiación más flexible que la emisión de bonos puesto que existe la posibilidad de renegociación en cualquier momento. Sin embargo, en la emisión de bonos, el cambio de cláusulas o *covenants* es mucho más complicado o incluso imposible.
- Además, quien compra los bonos son terceros inversores y sin embargo, detrás de los sindicados están bancos comerciales que son proveedores de la empresa en su día a día y accederán más fácil a negociar con ella.
- Los préstamos sindicados requieren de un seguimiento periódico y los bonos son más light en este sentido.

1.2. La sindicación del Préstamo Sindicado

En este apartado se pasará a explicar cuál es el mecanismo de funcionamiento de los préstamos sindicados. La operación se estructura en dos fases: la fase precontractual, en la que se inicia la operación de préstamo sindicado y donde se forma el sindicato de bancos; y la fase de vida del préstamo, en la que se produce la celebración del contrato.

Una vez comprendido el proceso de sindicación, se hablará de las características principales de este tipo de préstamos y se explicará detalladamente quienes son los agentes que intervienen y cuáles son sus funciones.

Además, se tratarán las diferentes modalidades en que se pueden clasificar los contratos de financiación sindicada, atendiendo a diversos criterios como pueden ser la naturaleza jurídica de la financiación, la finalidad o causa y el compromiso de financiación total o parcial.

1.2.1. Proceso de sindicación

Para que se inicie el proceso de sindicación es necesario que una empresa o entidad requiera una cantidad importante de dinero y un solo banco no se la pueda conceder puesto que a las entidades bancarias se les pone un límite de cuánto pueden prestar. En estas circunstancias es cuando surge la necesidad de acordar la sindicación bancaria.

A la hora de solicitar un préstamo, las empresas pueden hacerlo de dos formas:

- comunicar su deseo al mercado y recibir ofertas de varios grupos interesados.
- bien, dirigirse a un solo Banco y plantearle la operación. En este supuesto, será el propio Banco quien se encargue de buscar al resto de entidades. Es la opción más utilizada.

Una vez que la entidad o empresa haya escogido la opción que mejor se adapte a sus necesidades, se pueden dar dos escenarios, según la aceptación que tenga la sindicación bancaria en el mercado:

- *Oversubscribed*, en el supuesto de que el préstamo resulte muy atractivo en el mercado. Es decir, el número de entidades que quieren participar en el préstamo es superior al previsto. En estos casos, los bancos suelen ampliar la participación del préstamo. No obstante, esta ampliación no siempre es aceptada por todos los bancos puesto que puede provocar que las condiciones del préstamo se vuelvan más precarias, en cuyo caso, el Banco Agente tendrá que aportar el déficit de compromisos no suscritos.
- *Undersubscribed*, situación en la que los préstamos carecen de interés en el mercado. El fracaso de un préstamo sindicado resulta especialmente embarazoso para el Banco Agente y para el cliente ya que puede deberse fundamentalmente a dos motivos:
 - Las entidades no quieren fiar dinero al prestatario por no considerarlo atractivo o por desconfiar de él.
 - El Banco Agente no consigue asegurar una sindicación exitosa.

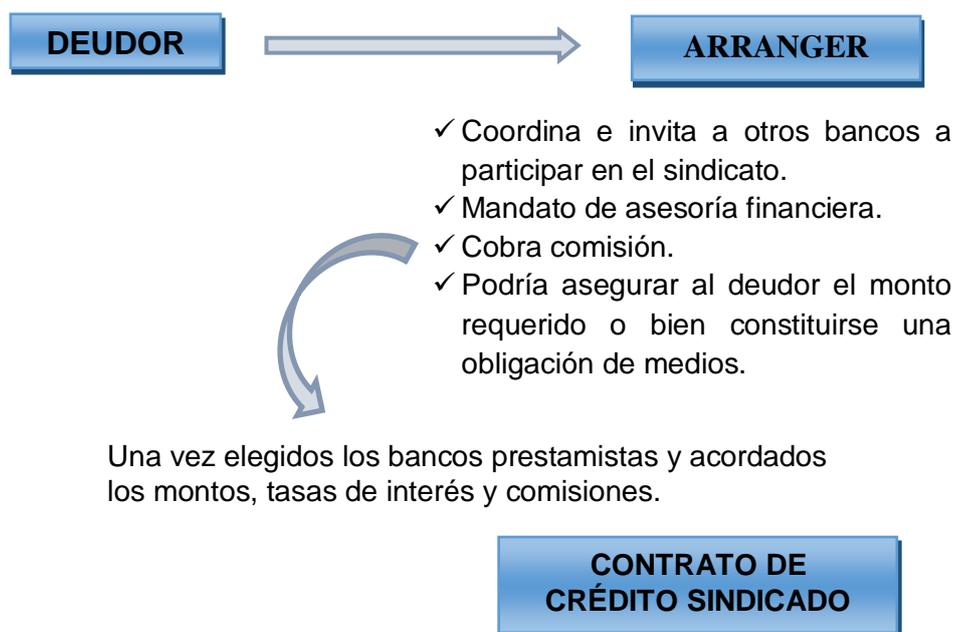
Las situaciones de *undersubscribed*, suelen tener un desenlace fatal, provocando pleitos entre prestatario y el Banco Agente en la mayoría de las ocasiones.

Tras conseguir formar el Sindicato Bancario, dará comienzo el procedimiento de sindicación, con la preparación de un memorándum informativo (*information memorandum*) por parte del Banco *Arranger*. En este memorándum informativo, también llamado Infomemo, aparecerá reflejado el panorama del sector económico, un sumario ejecutivo de la transacción¹³, consideraciones sobre la inversión, así como los plazos y condiciones. En el Anexo I, se puede obtener más información respecto a este documento.

Cabe destacar que el memorándum informativo tiene carácter confidencial y solo podrán acceder a él bancos calificados e inversores acreditados. Al mismo tiempo, los bancos promotores o *arrangers* solicitarán, de modo informal, la opinión de los potenciales inversores que estarían dispuestos a participar en el sindicato, así como el tipo de interés y las comisiones. Una vez obtenida la información necesaria, el *Banco Arranger* se encargará de hacer una propuesta formal a los posibles inversores potenciales.

Este primer proceso culmina con reuniones multilaterales entre bancos interesados, aunque, si el crédito no es muy voluminoso, se suele cerrar en reuniones bilaterales o por llamada telefónica (ver figura 1).

Figura 1. Etapa Precontractual del Crédito Sindicado



Fuente: Elaboración propia.

¹³ El objetivo de un sumario ejecutivo es presentar de forma breve, clara y concisa, un proyecto frente a un banco o un potencial inversor con la intención de que se interesen por él. Información extraída de un artículo de: Julián Pérez Porto y Ana Gardey. Publicado en 2014 y actualizado en 2015.

Es importante tener en cuenta que el prestatario negocia, en todo momento, con una única entidad, Banco *Arranger*, que, una vez se firme el contrato, recibirá el nombre de Banco Agente. Este va a ser quien establece las relaciones entre prestatario y los demás bancos prestamistas. Generalmente suele ser el prestamista mayoritario y va a ser quien centralice la operación. Esta manera de operar permite reducir los costes tanto económicos como jurídicos porque evita al prestatario tener que ir banco por banco negociando hasta completar el importe que necesita.

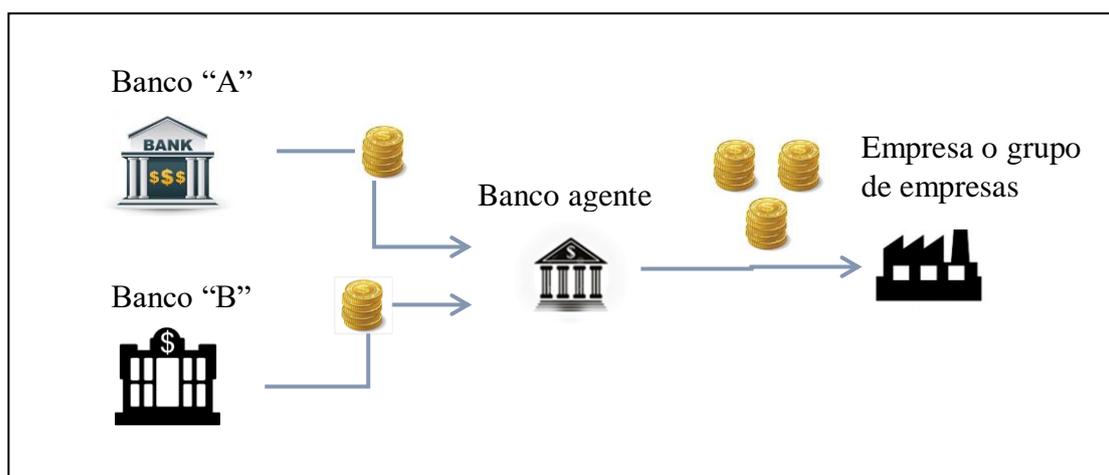
Se puede diferenciar entre;

- Banco *Arranger* y Directores: prestamistas que aportan la mayor cuantía. En el caso de que no se cubra la cuantía total del préstamo, tienen la obligación de aportar la parte restante, por ello cobran una comisión mayor.
- Bancos participantes: aportan la cuantía que deseen y no tienen compromisos especiales. Sus derechos y las condiciones del contrato se fijan en el contrato individual.

Una vez cerrado el acuerdo vía oral, la operación se formalizará en un contrato que deben firmar las partes implicadas, en el que quedará plasmado; finalidad, régimen de amortización, supuestos en los que el acreedor puede vencer la financiación, así como los términos y condiciones negociados (*term sheet*). El *term sheet* incluye cuestiones como el importe de la financiación, el tipo de interés aplicable y las principales declaraciones y obligaciones que asumirán las partes.

Tras firmar el acuerdo, las entidades prestamistas que participen deberán depositar en una cuenta del Banco Agente su porcentaje de préstamo y, una vez que se recaude la totalidad del dinero, será éste quien ponga los fondos a disposición del prestatario, atendiendo al plazo y límites establecidos. Esta primera fase de consecución aparece reflejada en la figura 2.

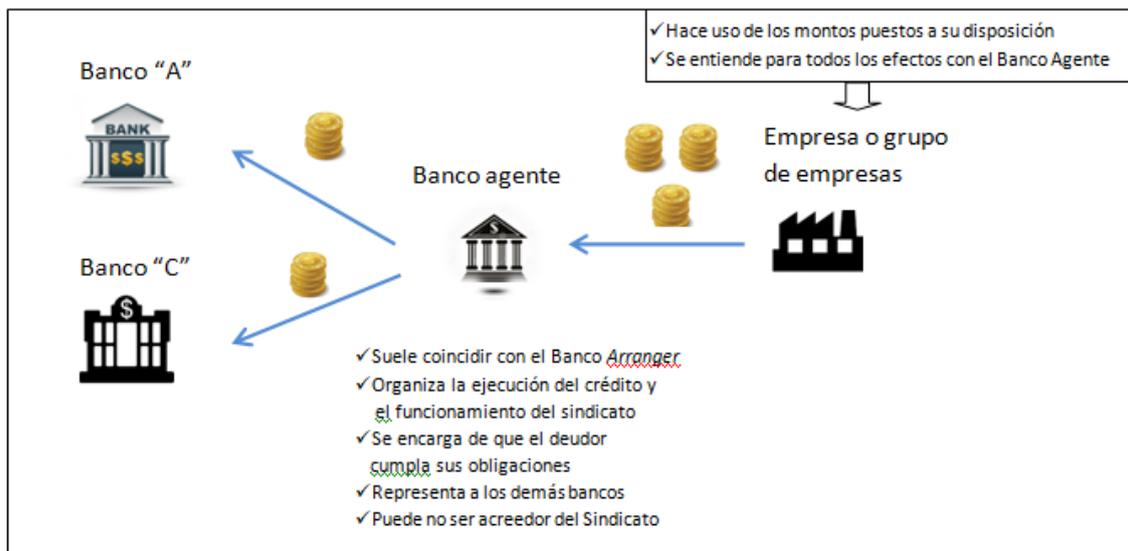
Figura 2. Primera fase de la concesión del préstamo



Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar, que el acreditado queda obligado a devolver, a través del agente, las cantidades dispuestas junto con sus intereses, gastos y comisiones cuando corresponda la liquidación de intereses y, la cuota de amortización del capital. Y, una vez que el acreditado se lo pague al Banco Agente, éste será quien los reparta a las demás entidades financieras según el porcentaje con el que participen, como podemos ver en la figura 3.

Figura 3. En cada liquidación y amortización



Fuente: Elaboración propia.

El Sindicato Bancario del que hablamos, es una figura que carece de personalidad jurídica propia y responde a una comunidad de intereses económicos a través de una mancomunidad no solidaria. Por lo que las entidades participantes tienen igualdad de derechos, a prorrata sobre su parte.

Por lo general, esta modalidad de crédito sindicado se suele conceder a empresas u organizaciones grandes y solventes. La cantidad que se otorga oscila entre veinte y cien millones de euros, y los plazos pactados suelen durar entre cinco y siete años, pudiéndose ampliar hasta quince años. Se trata de un tipo de interés variable y revisable cada cierto tiempo (3, 6 o 12 meses).

En lo que respecta a la finalización del contrato, puede llevarse a cabo por dos vías: por terminación normal, que sería cuando se extingue el contrato por el cumplimiento o pago de las obligaciones por parte del prestatario o por terminación anormal, cuando el prestatario incumple sus obligaciones y el Banco Agente tiene que tomar medidas.

Esta cuestión de la extinción del contrato se explicará con más detalle más adelante.

1.2.2. Características del préstamo sindicado

Este tipo de financiación cuenta con una serie de peculiaridades entre las que podemos destacar las siguientes:

- a. Permite distribuir el riesgo entre diversas instituciones financieras de forma más eficiente desde el punto de vista geográfico e institucional.
- b. Se trata de una modalidad muy flexible puesto que el contrato puede revisarse y reconsiderarse, después de firmado, cada cierto tiempo. No obstante, existen excepciones, por ejemplo, la renuncia a alguna cláusula del convenio puede originar problemas puesto que, una modificación en el paquete de garantías crediticias necesita el consenso de todos los bancos implicados.
- c. Además, está diseñado a medida en cuanto a tramos, periodos, márgenes, amortizaciones...
- d. Los bancos participantes no forman una “sociedad”, sino que existe un interés común entre los bancos prestamistas que se traduce en que tienen que ponerse de acuerdo para elegir al Banco Agente que va a ser quien les represente y en quien delegan la gestión del préstamo concedido. La actuación del Banco Agente puede ser por iniciativa propia, pero en la mayoría de los casos necesita contar con el voto favorable de la mayoría de los prestamistas, que representan a su vez más de la mitad del valor del préstamo.
- e. A excepción del Banco Agente, que representa al sindicato, ningún otro banco puede ejercitar por sí mismo acciones judiciales salvo que sea para la defensa de sus propios intereses.
- f. Derechos y obligaciones mancomunados pero, en el caso de incumplimiento por parte de los bancos prestamistas, cada uno responde únicamente por su parte.
- g. Existe la posibilidad de amortización anticipada.
- h. Pese a que puede haber una pluralidad de prestamistas, el préstamo es uno solo, si bien se divide en tantas partes como bancos acreedores quieran participar en el mismo, cuyos montantes van en función de la cuantía aportada.
- i. La comunidad de acreedores carece de personalidad propia.
- j. El rendimiento esperado de los bancos se basa en la preservación de un determinado “margen”, con el objetivo de proteger este margen o rendimiento, se incluyen una serie de cláusulas en el contrato.

- k. Los préstamos sindicados se conocen como “*senior secured loans*”. El término “*senior*” hace referencia a que ocupan una posición prioritaria en la estructura de su capital, de tal manera que quienes prestan tienen preferencia a la hora de percibir compensación cuando el prestatario liquida sus deudas en caso de impago y, “*secured*” porque los préstamos están garantizados con activos del prestatario.
- l. Se caracterizan por su complejidad jurídica.

1.2.3. Intervinientes

Normalmente el préstamo sindicado se celebra en un único contrato mediante el cual se vincula a todas las partes. Este tipo de contratación es compleja debido a que, intervienen muchas partes, tanto en la estructuración como partes obligadas en el contrato y en su administración. Las reglas establecidas suelen ser comunes para todos los prestamistas. Sin embargo, cabe la posibilidad de que se negocien distintas condiciones y términos contractuales para cada uno de ellos.

En este sentido, las partes intervinientes en el contrato sindicado son:

ESTRUCTURADOR

El estructurador o también llamado Banco *Arranger* o Jefe de Fila, es el responsable de la formulación de dicho contrato. Se trata de uno o varios bancos locales o internacionales que coordinan e invitan a otros bancos a participar en el sindicato de acreedores, compartiendo obligaciones, funciones y, las comisiones que se cobran por este trabajo.

El Banco *Arranger*, actúa antes de la celebración del contrato, es decir en la fase preparatoria de la operación y desempeña funciones en el periodo; solicitud del préstamo – celebración del contrato.

Este banco estructurador puede asociarse con uno u otros bancos y participar en un determinado crédito como co-estructurador o co-*arranger*, es designado por el deudor y se pueden distinguir tres funciones principales:

- Recaba datos relativos al acreditado y estudia las condiciones que debe reunir el crédito.

Por una parte, tendrá que conocer las circunstancias del futuro acreditado, es decir, si es una persona física o jurídica, pública o privada, así como su estado financiero y la solvencia del posible acreditado. Para ello, es común que contrate a abogados para hacer el *due diligence*¹⁴ del cliente y del proyecto a financiar, así como redactar el contrato y las garantías comunes para todos los prestamistas.

¹⁴ *Due diligence* o diligencia debida, es un término que se utiliza habitualmente cuando se producen adquisiciones empresariales y se refiere, al proceso de búsqueda de información para posteriormente, valorar y fijar de forma objetiva el precio final de la operación. Carlos Miguel Casas Jiménez. Expansión.

Por otra parte, debe conocer las necesidades financieras del acreditado en cuanto a la cuantía del crédito solicitado, los periodos de disposición, el plazo de la operación, el tipo de interés aplicable y, la finalidad del crédito. Es habitual que asesorare al cliente en aspectos legales y financieros con respecto al proyecto que pretende desarrollar, analiza su viabilidad y le propone mejoras.

- Situación del mercado financiero.

Diseñará una operación de crédito sindicado con una estructura legal y financiera adecuada para cada cliente según sus necesidades y, al mismo tiempo tendrá que liderar el proceso de sindicación, es decir, esa propuesta tiene que ser atractiva para conseguir que otros bancos quieran participar en el crédito como prestamistas.

Esta operación, queda recogida en un documento que recibe el nombre de “invitación” o “propuesta”, en el que se recogen los términos y condiciones de la operación.

- Proposición a otras entidades bancarias de que participen en el crédito sindicado.

El Banco *Arranger* es quien envía la “propuesta” o “invitación” a otras entidades de crédito para que participen en el crédito sindicado del que se trate.

Tras conseguir las entidades necesarias para cubrir el importe solicitado por el acreedor, formula el contrato de crédito y las garantías comunes para los prestamistas.

Posteriormente, el sindicato nombra a un banco, denominado “Banco Agente”, que es el encargado de organizar toda la ejecución del crédito, así como del funcionamiento del sindicato. El Banco *Arranger* suele ser nombrado posteriormente como Banco Agente.

PRESTAMISTA

Llamamos prestamista al grupo de bancos locales o internacionales (incluso puede ser el propio estructurador), entidades y agencias multilaterales que financian la totalidad del préstamo, aportando los desembolsos requeridos según las cuotas acordadas previamente, comprometiéndose a favor del prestatario en el contrato de crédito sindicado.

PRESTATARIO

El prestatario hace referencia al cliente que requiere financiación y a favor de quien los prestamistas hacen sus desembolsos según el contrato de crédito sindicado.

El prestatario puede ser una persona física o jurídica pero debido a que se trata de grandes montantes, lo más común es que sean grandes empresas o corporaciones; puede ser una única empresa o varias, pero en el caso de que sean varias tienen que pertenecer al mismo grupo empresarial. Por tanto, no es común conceder este tipo de créditos a particulares sino a una persona jurídica, un fondo de inversión...

BANCO AGENTE es el banco "interlocutor".

Cabe destacar que el Banco Agente es designado por las entidades acreditantes que conforman el sindicato bancario y, comienza a desempeñar sus funciones una vez que el contrato ha sido celebrado y se encuentra en fase de ejecución.

Pues bien, una vez firmado el contrato, los prestamistas no tratarán con el prestatario sino con el Banco Agente puesto que es quien centraliza la operación.

Es la entidad financiera que administra y gestiona el préstamo. Entre las tareas que le son encomendadas, se distinguen;

- Funciones relativas a la intermediación en los pagos.

Es quien se encarga de recoger los fondos de cada entidad en proporción a su participación y quien se lo abona al prestatario.

Además, recibe periódicamente los pagos del cliente en concepto de reembolso de fondos, intereses... Así como también se encarga de repercutirle las comisiones correspondientes. Una vez que recauda el capital necesario, es quien se lo distribuye a cada entidad que constituye el sindicato bancario según su participación en el mismo.

También se encargará de imputar el porcentaje correspondiente a cada banco en el caso de liquidaciones, cuando cobre los abonos periódicos por liquidación.

- Funciones que se refieren al cálculo del tipo de interés aplicable a la operación y a las comisiones establecidas en las cláusulas del contrato.

En la práctica, la mayoría de los contratos de crédito sindicado se pactan a interés variable. No obstante, en alguna ocasión se establecen tipos de interés fijos, sin perjuicio de que concierten simultáneamente otro contrato con terceros a través del cual se protegen las fluctuaciones del precio del dinero.

- Funciones de intermediación en la comunicación.

El Banco Agente actúa como intermediario tanto en las comunicaciones que el acreditado desee realizar a las entidades acreditantes, como en sentido inverso, de forma que cualquier notificación hecha o recibida por el agente surtirá los mismos efectos que si hubiera sido formulada o recibida por las entidades acreditantes y del mismo modo, la comunicación realizada por el acreditado al agente, ha de ser entendida como una comunicación a todas las entidades acreditantes.

En este sentido, indicará a las demás entidades y al prestatario el tipo de interés aplicable a la operación cuando es a tipo de interés variable o referenciado.

- Lleva el soporte contable y administrativo mediante la creación de una cuenta especial para la operación.

El Banco Agente abrirá una cuenta especial en la que se registrará; las disposiciones del crédito, así como los intereses, comisiones y otros gastos que se devenguen de conformidad con el contrato. De la misma manera, se abonarán en la cuenta las cantidades recibidas del acreditado.

En consecuencia, el saldo de la cuenta en cada momento representará la situación del acreditado respecto al crédito y por tanto, respecto a cada entidad acreditante.

- Interviene en las incidencias del contrato, tales como la resolución del contrato entre otras.

El contrato de crédito sindicado puede extinguirse por las causas previstas en los mismos y, llevan aparejada la finalización del contrato.

En el caso de que surja alguna incidencia a lo largo de la vida de la operación, será quien entable relación con la parte prestataria y quien comunique a los demás miembros del Sindicato que se ha incurrido en alguna circunstancia que constituye una causa que puede suponer la terminación del contrato. Ante esto, las entidades participantes, en su conjunto y conforme a las previsiones contractuales, serán quien decida si se pone fin al contrato o no.

- Además, el Banco Agente, cobra una comisión periódica extra por su rol en el préstamo que repercute a la parte prestataria.

AGENTE ADMINISTRATIVO O BOOKRUNNER

Debido a que en los créditos sindicados participan varios bancos simultáneamente, se requiere una persona especializada para administrar el crédito durante su vigencia pues de lo contrario sería muy costosa e ineficiente la administración del crédito.

Por tanto, el agente administrativo es el banco que se encarga de ofrecer al cliente una simplificación de los procesos de administración de crédito y comunicación (puede ser el propio estructurador o un determinado prestamista).

Su principal misión es administrar y vigilar el cumplimiento de las obligaciones. Para ello, hace un seguimiento de los compromisos establecidos en el contrato de crédito sindicado por parte del prestatario.

Es quien envía a los participantes del sindicato información relevante como pueden ser los estados financieros y, se encarga del registro legal de los miembros que componen el crédito sindicado. Además, debe registrar cualquier cesión de derechos o posición contractual que eventualmente lleven a cabo los prestamistas durante la vigencia del crédito sindicado.

AGENTE DE GARANTÍAS

El agente de garantías es un banco (puede ser el estructurador o cualquier prestamista), cuyas funciones son:

- Administrar los contratos de garantías que el prestatario haya otorgado para respaldar el crédito.
- Ejecutar las garantías por orden y cuenta de los prestamistas.
- Recuperar los montos de la ejecución para ser distribuidos entre los prestamistas de forma proporcional a su participación en el crédito sindicado.

Esta es una característica muy importante de los créditos sindicados, pues de otra forma sería muy complicado y costoso tener que registrar y constituir las garantías a favor y a nombre de cada uno de los prestamistas, pues en determinados créditos los prestamistas pueden ser decenas de bancos locales o internacionales.

1.2.4. Principales modalidades

La sindicación del crédito se caracteriza por ser una herramienta financiera muy eficaz para el desarrollo y viabilidad de los proyectos de inversión. No obstante, también es válido para otro tipo de operaciones. A continuación, se presentarán las diversas formas en las que se puede clasificar:

1. Atendiendo a la naturaleza jurídica de la financiación.

- **Créditos a plazo o *term loan***, en esta modalidad, las entidades de crédito conceden una suma de dinero al prestatario por un periodo de tiempo determinado y éste tiene un plazo muy breve para poder retirar los fondos que desee hasta el límite máximo especificado en la operación. Una vez que obtenga la cantidad que requiera, tiene que plantearse la devolución. Dicha devolución puede hacerse de varias formas:

- ✓ *Amortising term loan*, con pagos periódicos que reducen gradualmente el saldo pendiente de financiación
- ✓ *Balloon loan*, sistema de pagos periódicos con un pago significativo en la fecha de vencimiento
- ✓ *Bullet loan*, sistema de amortización íntegra en la fecha de vencimiento, es decir, una vez terminado el contrato.

Esta modalidad tiene la peculiaridad de que cuando se cancela el crédito, la parte financiada (prestatario) no puede volver a disponer de las cantidades repagadas.

- **Créditos renovables o revolving credit facilities**, en este caso, el prestatario tiene a su disposición una cantidad de fondos durante un periodo determinado. Sin embargo, a diferencia del anterior, el usuario puede retirar los fondos que desee, devolverlos y volverlos a utilizar durante la vigencia del contrato. Lo más habitual es que las porciones del crédito se tomen entre uno y seis meses, transcurridos los cuales se suele reembolsar. Generalmente se instrumentan para financiar el Fondo de Maniobra, es decir, sin ningún propósito específico. Dado que este tipo de contrato supone un sistema de disposición y amortización muy flexible, resulta especialmente atractivo para financiar capital circulante.

No obstante, también cabe la posibilidad de combinar ambos ya que, al tratarse de un mercado *over the counter*¹⁵, las operaciones adaptadas a las necesidades de los clientes son muy frecuentes. En este marco, podemos destacar la financiación con periodo de carencia. Según la cual, las partes tienen autonomía para pactar el plazo de pago. En la práctica, el periodo de carencia en el mercado oscila entre seis meses y dos años.

2. Atendiendo a su finalidad o causa, es decir, según el destino que la parte financiada le vaya a dar a los fondos obtenidos, podemos distinguir;

- **Financiación corporativa.**

Este crédito se solicita para financiar cualquier actividad relacionada con el objeto social de la empresa. Lo más habitual es que este tipo de financiación se conceda a grupos societarios como puede ser un *holding* o matriz de un grupo societario y no a una sola entidad.

¹⁵ El mercado OTC, también llamado mercado extrabursátil es un mercado paralelo donde se negocian instrumentos financieros (acciones, bonos, swaps...) directamente entre dos partes.

- **Refinanciación de deuda.**

Tiene por objeto la cancelación o amortización de una deuda que había sido asumida por el deudor con anterioridad a la fecha de suscripción del contrato de refinanciación. Esta modalidad puede surgir como consecuencia de que la parte financiada no sea capaz de hacer frente a sus obligaciones de pago o bien, desee aumentar el plazo de vencimiento de la deuda o reducir su coste financiero.

- **Créditos para la adquisición de empresas (Apalancadas LBO).**

Es frecuente acudir a este tipo de financiación para la compra apalancada de compañías (*leveraged buy-out*). Es decir, una de las principales funciones de los créditos sindicados es proveer fondos en operaciones de fusiones y adquisiciones.

- **Créditos para la adquisición de activos (Bienes muebles o inmuebles)**

Este tipo de contrato prevé la entrega de fondos a favor de la parte financiada que se materializan en la compraventa de activos como pueden ser unas aeronaves o la compraventa de acciones o participaciones sociales de sociedades.

- **Créditos para la financiación de proyectos (*Project Finance*)¹⁶**

El *Project Finance* es una modalidad que se utiliza para financiar la construcción y operación de un proyecto, ajustada a sus fases, características y duración.

Este tipo de créditos se requieren para financiar grandes proyectos relacionados con la energía (por ejemplo, centrales eléctricas), gestión y transporte de energía (por ejemplo, gasoductos o refinerías), construcción de infraestructuras como pueden ser; autopistas, líneas de metro, hospitales..., proyectos de telecomunicaciones y muchos otros.

Cabe destacar que el elemento que define este tipo de contrato es el recurso limitado de la financiación a los flujos de caja y activos del proyecto. Es decir, los flujos que genere el propio proyecto van a ser reinvertidos para pagar la deuda generada.

A través de esta técnica de financiación, los prestamistas obtienen; por una parte, la devolución de la deuda contraída y, por otra parte, los intereses devengados por los fondos que genera dicho proyecto.

¹⁶ García, Ignacio - Paredes Mancha, Antonio. FINANCIACIÓN SINDICADA CORPORATIVA DE MULTINACIONALES ESPAÑOLAS: UNA PERSPECTIVA INTERNACIONAL. Pág. 100-101

En definitiva, el *Project Finance* se caracteriza porque la garantía otorgada es el proyecto en sí y los activos que lo conforman.

En España, este tipo de créditos suelen tener una vigencia muy prolongada, llegando en ocasiones a los veinte años puesto que, los proyectos están financiados por entidades financieras durante toda su existencia.

Sin embargo, en otros países europeos como puede ser Inglaterra llevan otro sistema. En Inglaterra, las entidades financian el primer periodo del proyecto y, posteriormente tienen que acudir al mercado de la deuda para emitir bonos y financiar la parte restante, de esta manera, las entidades consiguen diversificar el riesgo asumido.

- **Financiación de reparto de dividendos.**

A este tipo de financiación, suelen recurrir los gerentes de las empresas para obtener recursos con el objetivo de poder repartir dividendos a sus socios o accionistas.

- **Financiación Puente (*Bridge loan*)**

Se trata de una vía de financiación transitoria y a corto plazo. Este tipo de préstamos se conceden a empresas que, por las condiciones del mercado, necesitan financiación rápida. Es utilizado temporalmente hasta obtener una financiación definitiva, estable y duradera, cuya negociación suele requerir más tiempo.

En la relación contractual se determina el modo de pago por parte del prestatario, siendo común repagarla con fondos dispuestos bajo el instrumento de financiación definitivo, utilizar emisiones de bonos, un préstamo sindicado estándar, ventas de activos, etc.

3. Atendiendo al compromiso de financiación

- **Compromiso de financiación total o Crédito asegurado (*underwritten deal*).**

En este tipo de créditos, el Banco *Arranger* garantiza la colocación total del crédito y posteriormente, comenzará el proceso de sindicación. Es decir, en el caso de que los Bancos Directores no logren syndicar toda la cantidad objeto de la operación en la fecha de suscripción del contrato, estarán obligados a cubrir esa diferencia hasta conseguir el volumen acordado, con sus propios medios o a través de la participación de otros entes financieros.

Una vez suscrito el contrato, se inicia el proceso de sindicación, en el que las entidades colocadoras, buscan a entidades financieras que quieran participar en el proceso para así reducir su participación en la financiación. Este proceso recibe el nombre de *sell-down*. El éxito del procedimiento *sell-down* se ve altamente influenciado por las condiciones del mercado, si son adversas, las entidades colocadoras tienen dos opciones:

- ✓ Mantener su posición contractual y asumir el riesgo.
- ✓ Ceder su cuota con descuentos o incluso con pérdidas en el mercado secundario.

Para los bancos, es importante asegurar los créditos por dos motivos principalmente:

- ✓ Es una señal de calidad, el hecho de que esté asegurado facilitará la captación de clientes.
- ✓ Las comisiones de un crédito asegurado son superiores a las de uno que no lo está.

▪ **Sindicación al mejor esfuerzo o best-efforts syndication.**

En esta modalidad de sindicación, el o los Bancos *Arrangers* se comprometen a realizar sus mejores esfuerzos (*best-efforts*) para aportar el importe total de la financiación. De tal manera que aseguran una cantidad determinada del crédito y, el resto se queda en manos de las vicisitudes del mercado. La cantidad asegurada en esta modalidad es inferior a la anterior, donde los bancos aseguraban la cobertura total del crédito.

Años atrás, sólo se recurría a esta modalidad cuando la operación llevaba aparejada un alto riesgo de crédito o en caso de que las transacciones fueran muy complejas. Sin embargo, desde que se empezaron a utilizar las cláusulas para garantizar las operaciones, las sindicaciones al mejor esfuerzo se han puesto en auge.

▪ **Compromiso de sindicación *club deal*.**

En la modalidad *club deal*, las entidades colocadoras, se obligan a aportar por sí mismas el importe total de financiación en la fecha de suscripción del contrato sin necesidad de syndicar la operación en ningún momento.

Este tipo de sindicación se emplea para créditos poco voluminosos, que suelen oscilar entre 50 y 150 millones de euros. El grupo de prestamistas que participan es reducido y se reparten las comisiones prácticamente por igual entre todas las entidades participantes.

CAPÍTULO 2

REGULACIÓN DE LOS PRÉSTAMOS SINDICADOS

Tras una aproximación al concepto del préstamo sindicado y conocer cuál es su posición en un contexto internacional, el proceso de sindicación del préstamo y quiénes son los principales intervinientes, características y sus modalidades, se pasará a especificar la naturaleza jurídica del préstamo, el contenido, la forma y otros aspectos que pueden resultar de gran relevancia a la hora de conocer esta vía de financiación.

2.1. Naturaleza jurídica del préstamo sindicado.

Como se ha mencionado anteriormente, los préstamos sindicados se caracterizan por su complejidad jurídica puesto que no existe una postura doctrinal única sobre la naturaleza del crédito sindicado, sino que en función del sector que se trate, lo entenderán como una unión temporal de empresas o como un contrato “asociativo”. Sin embargo, legalmente, este tipo de contrato, no tiene carácter asociado puesto que no se trata de una persona jurídica, no existe sociedad comercial ni civil y, no se trata de una agrupación de intereses económicos ni de colaboración empresarial. Por lo que podemos afirmar que no es un contrato “asociativo” como tal.

En este sentido, el préstamo sindicado, se puede encuadrar como un mandato mercantil puesto que las entidades participantes, de forma colectiva, temporal y limitada encomiendan a una entidad (en este caso, al Banco Agente) la realización de determinadas actividades por cuenta e interés de la comunidad.

Independientemente de cuál sea la solución teórica, en la práctica, debe quedar claramente determinado en el contrato:

- a) Las relaciones de solidaridad o parcialidad acordadas.

En el Sindicato Bancario, todas las entidades participantes tienen los mismos derechos, a prorrata sobre su parte, pudiendo actuar por sí mismas contra el prestatario en caso de que incumpliera el acuerdo. De tal manera que si el prestatario no reembolsara la totalidad del importe que hubiera de satisfacer, el Banco Agente no podrá dirigirse a una entidad y exigirle que le reembolse la cantidad restante.

Además, será éste quien distribuya el importe recibido a cada entidad acreditante según su participación. Esto es así como consecuencia del carácter independiente de las obligaciones de las entidades acreditantes.

La técnica de sindicación permite que el riesgo financiero inherente a la operación de préstamo sea compartido por el conjunto de entidades que aportan fondos. No obstante, cada entidad participará según el riesgo que quiera asumir en la operación.

Esto viene regulado por *la Ley 44/2002, del 2 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*, que, en su capítulo primero, titulado “*Entidades declarantes y riesgos y personas declarables*”, norma tercera, “*titulares y otras personas declarables*”, apartado 5.d hace referencia a los préstamos sindicados:

“En los préstamos sindicados y demás préstamos en los que varios prestamistas participan de forma mancomunada, cada entidad declarante computará como riesgo acumulado exclusivamente el importe del riesgo que asuma de las operaciones. En los diferentes módulos se declarará exclusivamente el importe del riesgo que la entidad asuma en estos préstamos, sin perjuicio del tratamiento específico para las garantías reales con las que, en su caso, cuenten, que se declararán conforme a lo señalado en la norma octava, apartados 3, 8 y 11.”

- b) El régimen que rige las relaciones internas entre las figuras Banco Arranger y Banco Agente. La ley aplicable a los contratos de créditos sindicados debe ser la que se acuerde en el contrato, siendo en la mayoría de los casos, la del país y domicilio del cliente o la del país donde tenga su patrimonio o la mayoría de sus activos.

No obstante, en los contratos de crédito sindicados internacionales, se suele optar por aplicar la ley de Nueva York puesto que es la más conocida por cualquier institución financiera o bancaria internacional.

Pues bien, para la legislación española, los préstamos sindicados tienen carácter contractual y real ya que los préstamos en dinero se califican como préstamos de consumo de carácter real, por lo que están regulados por el código civil en sus artículos 1892 y 1895 cuando hace referencia a la naturaleza de los préstamos de consumo.

Además, este tipo de contrato es de carácter consensual y bilateral. Es decir, se perfecciona con el consentimiento de las partes contratantes y, se generan obligaciones para ambas partes.

Por otro lado, como se ha mencionado anteriormente, las entidades de crédito tienen fijado un límite de cuánto pueden prestar en cualquier momento que viene determinado por el acuerdo de Basilea II¹⁷.

Pues bien, en el derecho español, este límite para las entidades de intermediación financiera se regula por el *Reglamento sobre Concentración de Riesgos del 26 de diciembre de 2006*, que en su artículo 6, lo marca en un 10% de su patrimonio técnico, directo o indirecto para realizar operaciones de financiamiento a una sola persona física o jurídica o grupo de riesgo. Es preciso señalar que el patrimonio técnico se determina en base a lo establecido en el *Reglamento de Adecuación Patrimonial*. En este sentido, dicho porcentaje podrá incrementarse hasta un 20% del patrimonio técnico en el caso de que se garanticen dichos créditos con garantías reales admisibles.

Por tanto, el sector Bancario deberá optar por los créditos sindicados para poder satisfacer las necesidades de financiación del mercado. Y debería decantarse por concentrar sus esfuerzos en elaborar contratos más especializados que garanticen sus créditos y participación en tales préstamos.

No obstante, la regulación de los préstamos sindicados tiene su razón de ser en el principio de libertad de obligación entre las partes, siempre y cuando las obligaciones no sean contrarias a la Ley, a la moral o a las buenas costumbres. En este sentido, el margen de actuación de las partes lo determina el propio contrato. Dicho contrato es capaz de obligar a las partes y digno de protección judicial en caso de incumplimiento por parte de cualquier país con razonable seguridad jurídica.

De todo ello, se puede inferir que las relaciones establecidas entre las entidades acreditantes, ya sea desde un punto de vista externo o interno, no se pueden encuadrar en ninguna institución de nuestro Ordenamiento jurídico en el ámbito asociativo, sino que se trata de un negocio de colaboración no regulado en nuestro Ordenamiento. Por tanto, se trata de un caso atípico que debe de regirse por las previsiones contempladas en el contrato de crédito sindicado.

.2.2. Forma del contrato de préstamo sindicado.

Pese a que el *artículo 51 del Código de Comercio* establece el principio de libertad de forma para los contratos mercantiles, esta modalidad de contrato debe formalizarse necesariamente por escrito. Tanto la parte financiada como todos los bancos financiadores que participen deben firmar y aceptar todas las condiciones que aparezcan reflejadas en el contrato. Las razones que apoyan esta formalidad son claras. Por una parte, se trata de un contrato muy complejo

¹⁷ Los acuerdos de Basilea consisten en recomendaciones sobre la legislación y regulación bancaria y son emitidos por el Comité de supervisión bancaria de Basilea. El principal propósito del acuerdo de Basilea II (2003) es reducir el endeudamiento de los bancos lo máximo posible.

en el que intervienen multitud de sujetos (con frecuencia de distintas nacionalidades), y en el que se incluyen los posibles riesgos y garantías necesarias para su cobertura.

Por otro lado, su contenido aparece preformulado en un condicionado general prácticamente uniforme, que se utiliza como modelo estándar, con las adaptaciones necesarias para cada contrato en particular.

Por lo mencionado anteriormente, la forma escrita para los créditos sindicados es un elemento cuasi-imprescindible para lograr la buena ejecución y prueba del contrato.

En este sentido, para dotar de una especial fuerza probatoria al contrato, es común formalizarlo en escritura pública, puesto que, atendiendo al artículo 1218 del Código Civil, éste “hace prueba, aun frente a tercero, del hecho que motiva su otorgamiento y de la fecha de este”. Además, su otorgamiento en escritura pública lleva aparejado la ejecución en supuestos de quiebra o suspensión de pagos, es decir, los acreedores solo tendrán que solicitar la parte restante en el proceso concursal.

No obstante, “no es oro todo lo que reluce”, ya que el carácter ejecutivo plantea una serie de problemas en relación con el contrato de crédito sindicado puesto que no siempre son coincidentes la fijación de la deuda líquida y vencida con la cantidad disponible establecida cuando se formalizó el contrato, puesto que el acreditado puede no haberla utilizado en su totalidad.

En definitiva, en la mayoría de los casos esta clase de contratos se formulan en documento público porque la legislación actual vigente sobre inversiones extranjeras establece que es un requisito en el supuesto de intervenir alguna entidad crediticia que carezca de nacionalidad española, lo cual sucede en la mayoría de los casos.

2.3. Contenido del contrato.

Los contratos de crédito sindicado se caracterizan por ser extensos y muy elaborados. Esto es así porque pretenden cubrir cualquier tipo de vicisitud que pueda suscitar a lo largo de la vigencia del contrato, así como especificar con detalle cuestiones que se entiende que son fundamentales como son las obligaciones de las partes y las cláusulas que se estipulen. Además del tipo de interés y las comisiones que se vayan a cobrar al prestatario.

Generalmente esta clase de contratos comienzan con definiciones de conceptos y términos que parecen obvios como puede ser “fecha de vencimiento”, “periodo de disposición”, “tipo de interés”..., pero que son imprescindibles para evitar malinterpretaciones de cuestiones esenciales relacionadas con la operación, sobre todo porque la mayoría de los sujetos que intervienen en los créditos sindicados pertenecen a otros países y la significación de los términos o expresiones es probable que no sea idéntica.

2.3.1. Obligaciones de las entidades prestamistas

La obligación fundamental de las entidades sindicadas consiste en poner a disposición del acreditado una suma de dinero. Esta prestación, supone la adquisición real por parte del cliente del importe que se le ha concedido.

Una vez que las entidades partícipes han firmado el contrato de préstamo y se han comprometido a prestar una porción del mismo, deben llevarlo a cabo pese a que sus circunstancias particulares cambien. Por tanto, deben hallarse permanentemente capaces de entregar las sumas solicitadas, en proporción a su respectiva participación en el sindicato. Lo cual no quiere decir que deban inmovilizar sus cajas, sino que deberán seguir una política de gestión empresarial que les permita atender las sucesivas demandas por parte del acreditado.

Cabe destacar que la obligación de puesta a disposición se configura como una obligación mancomunada lo cual significa que en el caso de que alguno de los bancos intervinientes incumpliera sus obligaciones, éstas no serían suplidas por el resto de prestamistas, sino que cada entidad responde por sus compromisos y en este caso, la cuantía global quedaría disminuida en esa cantidad, es decir, cada entidad ocupa una posición independiente del resto de participantes. Por lo que podemos afirmar que sindicación no es sinónimo de solidaridad.

Generalmente cualquier banco partícipe tiene libertad para vender su porción de préstamo sindicado en el mercado secundario de préstamos sindicados. No obstante, el partícipe original deberá asegurar que el banco que compra la participación actuará bajo los mismos derechos y obligaciones que él.

Para garantizarlo, la mayoría de los Contratos Sindicados cumplen el formato de “transferencia por novación” que custodiará el Banco Agente.

2.3.2. Obligaciones del cliente (prestatario)

Las obligaciones para el acreditado varían en función del momento de la operación en el que se encuentre. Previamente a la ejecución tendrá que firmar el “*information memorandum*”, en la fase de disponibilidad tendrá que hacer frente al pago de intereses y comisiones pactadas y, una vez dispuesto el crédito, sea total o parcial, deberá reembolsar las sumas disfrutadas junto con los intereses, comisiones y demás gastos adicionales.

➤ Tipo de interés y comisiones

Cuando el prestatario se decanta por un crédito sindicado como vía de financiación, tiene que tener presente que pedir dinero prestado tiene un precio, junto con la devolución del préstamo va a tener que pagar un coste adicional conocido como tipo de interés y comisiones.

En lo que se refiere al tipo de interés, puede acordar que sea fijo o variable. En el caso de que sea fijo, este precio no variará a lo largo del tiempo.

No obstante, lo más habitual es que se pacte un tipo de interés variable, lo cual quiere decir que el tipo de interés estará compuesto por dos elementos:

- Tipo base, que dependerá del tipo del mercado interbancario siendo el EURIBOR si se opera en la zona euro o el LIBOR si se trabaja con países en los que la moneda por excelencia es el dólar o la libra.
- Margen o *spread*¹⁸, porcentaje fijo que se pacta sobre el tipo base, suele oscilar entre 250 y 500 puntos básicos, según su calidad crediticia. Este margen viene a ser la remuneración real que perciben las entidades acreditantes por el capital concedido a crédito.

En el cuadro inferior, se puede apreciar la composición del tipo de interés variable en los préstamos sindicados:

2.1. Tabla. Principales referencias en los préstamos sindicados

TIPO BASE	<ul style="list-style-type: none"> • Libor • Euribor
MARGEN	<ul style="list-style-type: none"> • 250 - 500 puntos básicos
DIVISA	<ul style="list-style-type: none"> • Dólares • Euros

Fuente: Elaboración Propia

El pago del interés debe realizarse tanto en el periodo de disposición del crédito como en el momento del reembolso. Normalmente los depósitos tienen una duración de seis meses puesto que es aproximadamente el plazo que necesitan los bancos para obtener las divisas que deben poner a disposición del acreditado, aunque esta duración puede variar de un contrato a otro.

Una vez tratado el tipo de interés, se pasará a hablar del segundo componente de gasto para el prestatario, las comisiones. Existen dos tipos de comisiones, unas que se abonan al principio de la operación y otras pagaderas anualmente. A continuación, se detallan cuáles corresponden a cada grupo.

- Comisiones de apertura (*front-end*)
 1. Comisión de promoción, cobrada por el promotor por organizar el sindicato.
 2. Comisión legal, cobrada por el asesor legal.

¹⁸ Ese término se refiere a un *spread* financiero y viene a ser el margen financiero, es decir, la diferencia en las cotizaciones entre el precio de venta y el de compra. Es un concepto muy utilizado en la bolsa de valores.

3. Comisión de aseguramiento, cobrada por los aseguradores de la emisión.
 4. Comisión de participación, es un tipo fijo que se aplica por tramos a la cantidad total del préstamo. Se paga de una sola vez a los participantes del sindicato e inmediatamente después de la firma del contrato de préstamo.
- Comisión pagadera anualmente (*per annum*)
 1. Comisión de disponibilidad, cobrada por los bancos participantes, aunque muchas veces, a los bancos de menor categoría sólo se les retribuye con los intereses que les corresponden.
 2. Comisión de compromiso o de no disposición, se carga sobre la parte no empleada del crédito y habitualmente comienza a devengarse a la firma del préstamo aunque también se puede pactar una fecha posterior, por ejemplo 30 días después de la firma. Generalmente se paga anualmente, pero también puede hacerse trimestralmente o a semestres vencidos.
 3. Comisión de utilización, se carga sobre la parte empleada del crédito.
 4. Comisión de agencia, es la que se paga al banco agente por los servicios prestados.

En el cuadro inferior se puede ver esquemáticamente los tipos de comisiones según el periodo de pago en el que se realicen:

Tabla 2.2. Tipos de comisiones en los préstamos sindicados

INICIO DEL PERIODO	ANUALMENTE	FIN DEL PERIODO
Intereses	Agencia	Devolución del importe
Participación	Utilización	Intereses
Aseguramiento	Compromiso	
Legal	Disponibilidad	
Promoción		

Fuente: Elaboración propia

En el caso de que el prestatario requiera un crédito urgente, puede solicitar el reembolso del crédito por anticipado, en cuyo caso se le adicionará una comisión por prepago.

Finalmente, destacar como curiosidad que el costo total de los créditos sindicados se incrementa en épocas de crisis o inestabilidad financiera y, es superior en países emergentes frente a países desarrollados como consecuencia del mayor riesgo asumido. En este sentido, las comisiones en créditos basados en EURIBOR suelen ser superiores que aquellos concedidos en zonas donde predomina el LIBOR.

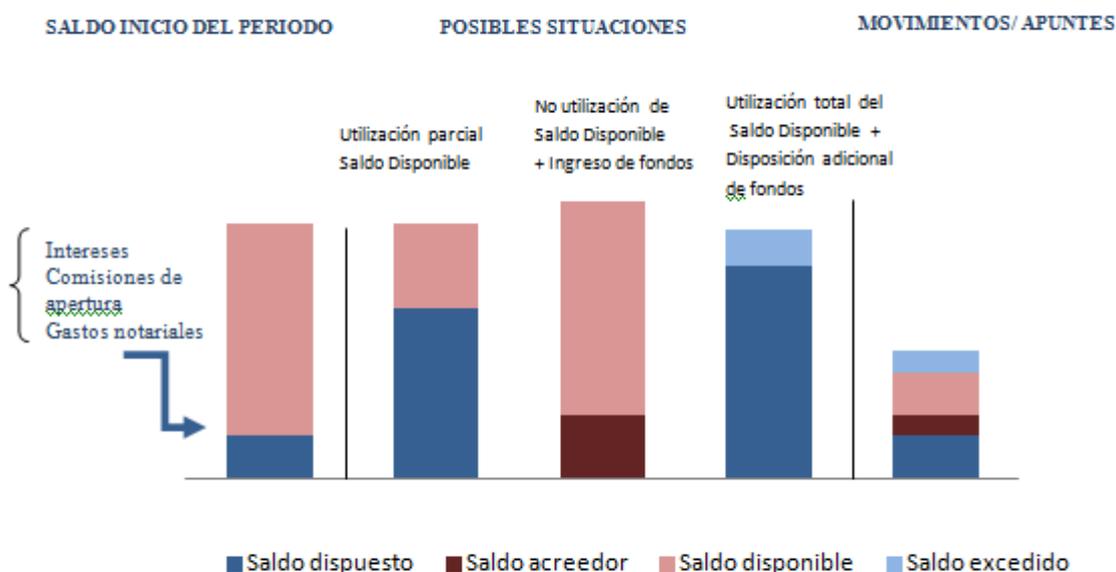
➤ **Restitución del crédito**

Una vez que el acreditado haya consumido el crédito dispuesto, tendrá que devolver a los miembros del sindicato el crédito concedido. Para facilitar esta operación, se suelen establecer programas de amortizaciones, sujetos a unas cuantías y plazos determinados, a los que hay que añadir los pagos de intereses, comisiones y gastos correspondientes.

- Imputación de pagos. Al hilo de los programas de amortización mencionados anteriormente, el acreditado está obligado a abonar junto con la cuantía de reembolso que corresponda, la parte proporcional de intereses y comisiones y, una serie de gastos adicionales que se le atribuyen. Pues bien, estos gastos suelen hacer referencia a honorarios de fedatarios públicos que intervienen en la celebración y ejecución del contrato, impuestos o tasas que graven la operación, gastos de publicidad, costos judiciales...

A continuación, se presenta un gráfico en el que se pueden observar los movimientos del saldo según la situación en la que se encuentre el crédito.

Gráfico 2.1. Posibles situaciones del saldo del crédito



Fuente: Elaboración Propia

Como se puede apreciar en el gráfico, en la primera columna hay una pequeña porción de saldo dispuesto que se corresponde con el pago de intereses, comisiones y gastos diversos. No obstante, la mayor parte es saldo disponible para el prestatario. Y en las tres columnas posteriores aparecen tres posibles situaciones que se pueden encontrar según la utilidad que dé el prestatario al préstamo.

- Vencimiento. En el contrato debe aparecer el periodo de devolución del crédito, tanto la fecha como el horario en el que el deudor tendrá que hacer frente a los pagos correspondientes.
- Vencimiento anticipado.

En principio debe respetarse el programa de amortizaciones convenido para la devolución del crédito, puesto que favorece tanto al deudor, que dispone de más tiempo para reunir el capital, como a los acreedores, que percibirán más intereses.

No obstante, en este tipo de contratos es habitual facultar a las partes para acogerse al vencimiento anticipado en algunos supuestos.

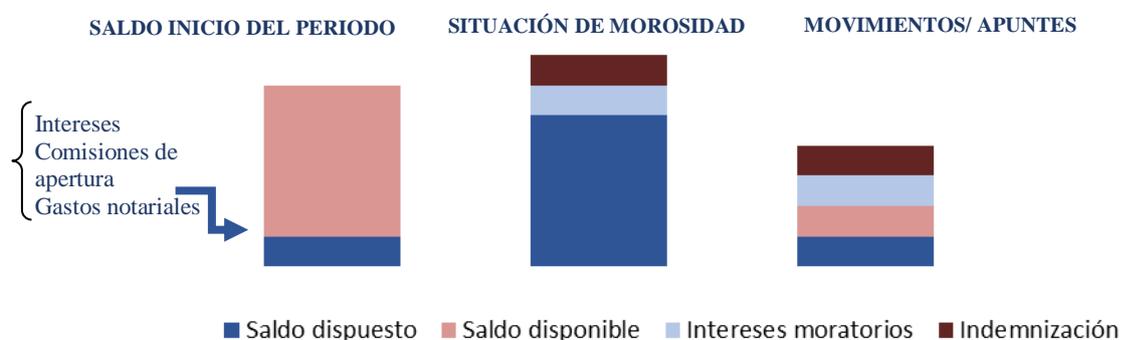
En el caso de los miembros del sindicato, si el acreditado incumpliera sus obligaciones o si surgiera alguna nueva circunstancia que impidiese a alguno de ellos continuar en el negocio.

Por lo que se refiere al acreditado, tiene que cumplir con un plazo de preaviso al Banco Agente y debe existir una cláusula que autorice el reembolso anticipado del crédito. Dicha cláusula aparece incluida en la mayoría de los contratos y sólo se puede hacer uso de esta facultad al final de los periodos de amortización, al objeto de evitar problemas a los bancos a la hora de recolocar los fondos.

Cuando el acreditado carece de puntualidad en el pago, para compensar las consecuencias de la mora, se establecen unos intereses sancionatorios. Éstos son los denominados “intereses moratorios” que comienzan a devengarse el día siguiente a la fecha de vencimiento. El porcentaje que suponen suele venir estipulado en el contrato y se calcula aplicándolo a la cantidad que ha dejado de reembolsar el acreedor a la fecha de vencimiento.

Además de los intereses moratorios, muchas veces se incluye una cláusula penal, en virtud de la cual, el acreditado está obligado a indemnizar a los miembros del consorcio de las posibles pérdidas que hayan podido experimentar (gastos, primas, sobretasas...) como consecuencia de la mora.

Gráfico 2.2. Situación del saldo cuando el prestatario incurre en mora



Fuente: Elaboración Propia

El acreditado deberá efectuar el pago en la cuenta que dispone el Banco Agente a fin de que pueda canalizar todos los movimientos de fondos derivados de la operación.

En lo que respecta al pago, el Código Civil en su artículo 1170 establece que el pago de las deudas debe efectuarse en la moneda pactada. Por lo que, el acreditado deberá realizar el pago en la moneda que se hubiera acordado a la firma del contrato. Además, el Código de Comercio en su artículo 312, especifica que el deudor tendrá que cumplir “*devolviendo una cantidad igual a la recibida con arreglo al valor legal que tuviera la moneda al tiempo de la devolución*”.

En cuanto a lo que a las obligaciones financieras se refiere, en el contrato se pueden establecer dos cláusulas; *incurrence covenants* y *maintenance covenants*.

En el caso de la primera, *incurrence covenant*, el acreedor se obliga a mantener unos ratios financieros determinados a fin de que las decisiones que tome no alteren de forma brusca su cifra de endeudamiento. Por ejemplo, en esta cláusula se puede establecer que el límite sea que la parte financiada no supere cinco veces su flujo de caja. Esto implica que solo se le permitirá tomar decisiones como pagar dividendos o emitir deuda si no incurre en un endeudamiento superior a cinco veces su flujo de caja.

Sin embargo, la segunda, *maintenance covenant*, se caracteriza por ser más estricta puesto que el acreedor se compromete a superar unos test de comprobación de ratios financieros trimestralmente. Es decir, se limitan a estudiar las magnitudes financieras independientemente de cuál sea su causa que las altere. Retomando el ejemplo anterior, si los resultados del test trimestral al que fue sometido, reflejasen que la parte financiada incurrió en un endeudamiento superior a cinco veces su flujo de caja, estaría cometiendo un incumplimiento contractual.

2.3.3. Cláusulas Estándares y Cláusulas Especiales Modificadoras del Contrato

Cualquier contrato de crédito sindicado contiene cláusulas estándares cuyo contenido es conocido de forma generalizada en el mercado. Esto es así porque de esta manera es más fácil que en un futuro estas posiciones crediticias sean vendidas o cedidas a otras entidades si disponen la información suficiente.

Sin embargo, el hecho de que existan cláusulas especiales adaptadas a cada operación implica que sólo conozcan su contenido las partes implicadas que firman el contrato. Esto limita notablemente la circulación del crédito puesto que muchas entidades no accederán a comprar participaciones en las que se oculta parte de la información.

▪ **Cláusulas Especiales Modificadoras del Contrato**

Pese a la reducción de las posibilidades de cesión o venta, es común incluir en el contrato una serie de cláusulas especiales con el objetivo de garantizar la operación y el crédito, así como mitigar los riesgos de tipo de interés, tipo de mercado y moneda.

La utilización de este tipo de cláusulas en nuestro país se ha incrementado como consecuencia de la crisis económica que hemos sufrido en los últimos años. Tradicionalmente su uso era exclusivamente para grandes operaciones, sin embargo, hoy en día se han generalizado para operaciones de menor envergadura, incluso para la concesión de préstamos a nivel particular.

Algunas de las cláusulas más relevantes son:

- Cláusula de ilegalidad: en caso de que a alguno de los bancos del sindicato se le prohíba seguir participando mediante una orden judicial o legal, tendrá derecho a salir del mismo y a que su acreencia sea amortizada por el deudor. En estas situaciones, el banco procurará transferir su acreencia(deuda) a otro banco previamente a la amortización.
- Cláusula de elevación a bruto o “gross up”: Esta cláusula clarifica que los pagos realizados por el deudor deberán incluir las sumas de dinero referentes a impuestos o retenciones legales. De esta manera, una vez hechas las retenciones, el neto a favor de cada banco será lo pactado como pago de la deuda.
- Cláusula de reducción de costes: Hace referencia al coste adicional que tiene para el banco el préstamo en divisas, se repercutirá en el propio deudor.
- Cláusula de “Clear Market”: mediante esta cláusula el acreditado se compromete, mientras dure la negociación, a no buscar financiación en el mercado por otra vía, ya sea de manera directa, indirecta, por sus propios medios o por terceros.
- Cláusula de “Market Flex”: se concede a las entidades financieras un margen de discreción para que puedan modificar las condiciones de la financiación, adaptándolas al mercado, concretamente al tipo de interés del momento.

Las dos cláusulas mencionadas anteriormente, se califican como cláusulas precontractuales.

- Cláusula “Multidivisa”: como contrapartida a la anterior, esta cláusula permite al prestatario modificar la moneda del crédito al final de cada periodo de interés, siempre y cuando preavise de la modificación al prestamista. Esto es así porque el tipo de moneda es de naturaleza variable y está directamente relacionada con el tipo de interés que se modifica en función del mercado monetario seleccionado por el prestatario.

La finalidad de esta modificación por parte del prestatario es abaratar los costes de devolución del préstamo.

- Cláusulas de “Pari Passu” y “Negative Pledge”: ambas cláusulas operan conjuntamente y son medidas que protegen y benefician los intereses de los bancos prestamistas.

La primera, “Pari Passu” también conocida como prelación de créditos, por acuerdo entre las partes, en caso de liquidación, no discrimina a un acreedor frente a otros. Todos los acreedores con los que se pacte esta cláusula serán tratados de la misma manera, sin que unos créditos se subordinen a otros.

La segunda, “Negative Pledge” ó prenda negativa, mediante la cual el deudor declara que si no ha constituido una garantía real a favor de un acreedor, se compromete a no constituir en el futuro a favor de ninguna otra entidad o persona una garantía de cualquier naturaleza, si antes no ha otorgado una garantía igual o superior a favor del sindicado. Es decir, prohíbe al acreditado prestar garantías a un tercero, sin ofrecérselas también a los bancos sindicados. De esta manera, se garantiza el crédito de los bancos sindicados.

La mayoría de las cláusulas mencionadas sólo son empleadas por las empresas cuando van a acometer grandes inversiones y requieren una cuantiosa financiación. No obstante, es habitual emplear tanto “Pari Passu” como “Negative Pledge” para operaciones menos ambiciosas.

- Cláusula de Aceleración de pagos o “Cross default”: Esta cláusula es empleada en el supuesto de que el deudor incumpla el pago parcial y permite al banco exigir la anticipación del vencimiento del crédito y el pago total de la deuda.

No obstante, esta cláusula concede al prestatario un plazo determinado para subsanar su incumplimiento y en el caso de que lo corrija, no será tenido en cuenta.

- Cláusula de cesión de derechos en los créditos sindicados: La inclusión de esta cláusula en el contrato permite al banco prestamista ceder su participación del crédito a otro banco participante o a un tercer banco, siempre y cuando dicha cesión no incremente los costes tributarios del deudor.

2.4. Otros aspectos relevantes de los Préstamos Sindicados.

Al igual que en otro tipo de créditos, los créditos sindicados se fundamentan en una serie de garantías comunes para todos los acreedores. Estas garantías deben aparecer estipuladas en el contrato y, las instituciones financieras suelen analizarlas una vez propuestas por el solicitante para protegerse contra riesgos y pérdidas, permitiendo así el flujo más eficiente del crédito. Lo más común es que se nombre a alguno de los bancos prestamistas

como “Agente de Garantías” para que actúe en nombre y representación de los miembros del sindicato.

En este sentido, las garantías se inscribirán en el registro público correspondiente a nombre del “Agente de Garantías”. Este es el principio básico en el momento de estructurar el paquete de garantías que respaldarán el crédito sindicado.

En función del crédito y del nivel de riesgo, podemos distinguir entre;

- Garantías Reales, integradas por bienes inmuebles y prendas.
- Garantías Personales, pretenden ofrecer un aval o dar una garantía quirografaria (fianzas solidarias).

2.4.1. Garantías Reales

Este tipo de garantías se ofrecen como depósito al acreedor durante un tiempo determinado hasta conseguir cubrir el monto total de los pagos. Entre las garantías reales que se suelen otorgar, suelen incluirse:

- La prendaria: supone que el prestamista adquiere el derecho sobre un bien del deudor para asegurar que cumpla con su obligación. De esta manera, en caso de incumplimiento por parte del deudor, el prestamista podría apropiarse del bien para recuperar los fondos prestados. Las prendas más habituales son; la prenda industrial, prenda global y flotante, prenda de dinero, prenda de acciones, etc.
- La hipotecaria: se produce cuando el prestamista adquiere el derecho sobre un bien inmueble del deudor. Este derecho desaparece cuando la deuda se cancela y, en caso de incumplimiento, el solicitante deberá cubrir en primer lugar, con el valor de los bienes. Existen variedad de hipotecas, entre ellas, mencionaremos, las hipotecas civiles simples, hipotecas sobre concesiones, ya sean eléctricas, de transmisión..., hipotecas sobre derechos, de usufructo, superficie...

Ni la estructuración ni la negociación de estos contratos de garantía se caracterizan por ser especialmente complejos. No obstante, existen algunas excepciones. Por ejemplo, los contratos de prenda de acciones son contratos especialmente sensibles, sobre todo, durante el proceso de negociación.

En este tipo de contratos, los abogados de cada accionista tendrán que velar porque el impacto de la prenda de las acciones sea el mínimo posible en relación con el normal desarrollo de los derechos del accionista. En este sentido, se negociarán y discutirán los principales derechos del accionista, como pueden ser:

- Su derecho de voto sobre las acciones prendadas, si se mantiene el derecho en el titular o no.

- Su derecho económico, si este derecho se prenda o se le permite repartir dividendos.
- Su derecho de emitir acciones nuevas por aumentos de capital, si se entienden prendadas o no.

Estos son algunos de los derechos más importantes que deben negociarse, pero también se discutirán otras decisiones que afectarán eventualmente a los acreedores garantizados con la prenda.

2.4.2. Garantías Personales

Dentro de las garantías personales, podemos mencionar los avales o las garantías quirografarias, también llamados fianzas solidarias.

En lo que se refiere al aval, puede constituirlo un familiar o amigo que demuestre solvencia económica para cubrir el pago del préstamo en caso de que el deudor falle y firme para aceptar su compromiso.

La quirografaria es la establecida únicamente por la firma del otorgante, que, en este caso, responde del adeudo con todo su patrimonio.

El hecho de otorgar este tipo de garantías corporativas lleva aparejadas algunas complicaciones tanto a nivel legal como en cuanto a que se incrementan los costes de la operación puesto que se necesitan abogados para redactar la garantía e investigar y auditar a la sociedad fiadora (*due diligence*).

Por último, es preciso señalar que la ley aplicable a estas garantías será la misma que la del país de la constitución de la sociedad fiadora.

2.4.3. Toma de decisiones en los créditos sindicados

La toma de decisiones es un factor determinante en la negociación de los créditos sindicados. Esta modalidad de crédito se califica como un contrato colectivo en el que participan varios acreedores simultáneamente, la mayoría de las decisiones que se toman son por mayoría simple, según la porción de acreencia que le corresponde a cada uno. Si bien es cierto que, en ocasiones especiales, se puede pactar mayoría calificada del 66% o más del saldo de la deuda vigente.

Una de las reglas de sindicación que establece este tipo de crédito es que, cada unidad económica se corresponde con un voto. Es decir, en ningún caso cada prestamista equivale a un voto, puesto que se debe tener en cuenta que cada uno tiene una participación distinta en la deuda total del cliente.

Sin embargo, es habitual pactar la necesidad de voto cuando se quieren tomar decisiones colectivas que afecten a los derechos acreedores de los prestamistas. Como puede ser; la ampliación de un plazo determinado, la liberación del cumplimiento de ciertas obligaciones, decisiones sobre las garantías o sobre la modificación de las cláusulas del contrato, entre otras.

Es más, en ciertas situaciones, se requiere el voto favorable de todos los prestamistas, es decir, se requiere unanimidad para tomar decisiones importantes. Entre las decisiones que requieren del voto unánime, se encuentran:

- Ampliación del plazo máximo del crédito
- Variación de la tasa de interés
- Cambios en el cronograma de pagos
- Modificación de los porcentajes de votación

2.4.4. Pagos a prorrata

Todos los pagos que el prestatario tiene que realizar por la disposición del crédito, serán distribuidos por el Agente Administrativo del crédito a prorrata entre todos los bancos acreedores que participan en la operación. Por tanto, la distribución del ingreso se hace según su participación en el crédito sindicado.

No podemos olvidar que esta regla es perfectamente válida y debe aplicarse en todo momento, incluso en la ejecución de las garantías, ya que los prestamistas tienen derecho a cobrar en función de su participación y a prorrata sobre su parte. Pues bien, lo que se pretende con esta regla es evitar que algún banco participante en el sindicato bancario se vea favorecido o perjudicado por un mayor/ menor pago que el que le corresponde por su participación en el crédito.

2.4.5. Extinción del contrato

Como todos los contratos, el contrato de crédito sindicado puede extinguirse por cualquier causa de las previstas en el contrato que implique su extinción.

- Por haber finalizado el contrato de crédito sindicado

Tras haber transcurrido el plazo estipulado para el mismo y cuando las partes hubieran cumplido con todas sus obligaciones.

- Por causa del prestatario:

En el caso de que el prestatario no cumpla con sus obligaciones en el plazo acordado, será el Banco Agente quien comunique tanto a las entidades financieras participantes como al propio acreditado que éste ha incurrido en alguna de las causas que originan la resolución del contrato. El Banco Agente se encargará de liquidar la cuenta que le corresponde al prestatario y, posteriormente, solicitará a cada entidad acreditante que siga las instrucciones pertinentes, pudiendo actuar conjuntamente o ejercer la liquidación de forma independiente. Es decir, en esta situación, cada entidad, individualmente, puede exigir las cantidades debidas y no satisfechas en el tiempo y forma acordados, atendiendo a los derechos de prorrata que poseen sobre el prestatario.

CAPÍTULO 3

VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL PRÉSTAMO SINDICADO

3.1 Ventajas o atractivos

No podemos olvidar que el mercado de operaciones sindicadas es porque resulta beneficioso o atractivo para las partes que intervienen en el mismo (prestatario y financiadores). De lo contrario, no se podría llevar a cabo. A continuación, se expondrán las ventajas más características para cada una de las partes involucradas¹⁹.

3.1.1 Para el prestatario

- Sistema de financiación muy atractivo tanto en el mercado local como internacional

El prestatario no está obligado a residir en el país en el que se lleve a cabo la operación. Lo cual le permite sortear restricciones sobre transacciones financieras que estén implantadas en su país y, entablar relaciones con bancos de diferentes países. Sin embargo, eso no le exime de cumplir la regulación vigente en su país de residencia.

- Obtiene asesoramiento de bancos con mucha experiencia

La mayoría de los bancos que operan en estos mercados gozan de gran experiencia pues han trabajado previamente evaluando diversas modalidades de préstamo y sindicando operaciones con diferentes propósitos.

¹⁹ Extraídas principalmente del libro de Manuel Lacarte, *Banca corporativa, los préstamos sindicados, de un PowerPoint realizado por Marcelo Villegas de la Universidad del CEMA*

En este caso, el Banco *Arranger* será de gran ayuda para el prestatario ya que le asesorará sobre la estructura financiera que debe seguir la operación para ser aceptada en el mercado, así como sobre los márgenes y comisiones que los bancos partícipes esperan recibir y sobre muchas otras cuestiones de gran interés para él.

- Confidencialidad de la información

Los bancos que participan en las operaciones sindicadas tienen la obligación de no divulgar la información que obtengan sobre las empresas pero además, suelen ser sus proveedores en su día a día, por tanto mostrarán una mayor preocupación por ellas.

Es una alternativa muy recomendable para financiar fusiones y adquisiciones de compañías donde la confidencialidad es fundamental.

- Simplicidad de la negociación

Para conseguir un préstamo sindicado, el prestatario sólo tiene que negociar con un único banco, el llamado Banco *Arranger*, con quien determinará los términos y condiciones del contrato. De la misma manera, tendrá que tratar únicamente con el Banco Agente para recibir el desembolso del préstamo y para efectuar los pagos correspondientes.

- Uniformidad en cuanto a términos y condiciones

El contrato de préstamo sindicado es uno sólo y deberá ser firmado por el prestatario, el Banco Agente y el resto de bancos partícipes. Por lo que, el prestatario tiene la certeza de que los bancos participantes van a cumplir las condiciones y restricciones (*covenants*) acordadas. A esto hay que sumarle que ninguno de ellos puede, por su cuenta y sin razón constituyente de amortización anticipada, solicitar el repago anticipado del préstamo.

- Rapidez de formalización

Como consecuencia de que el prestatario trata exclusivamente con el Banco *Arranger*, responsable de facilitar la información al resto de bancos partícipes. De lo contrario, si el prestatario tuviera que negociar con todos los bancos que intervienen en la operación, la formalización del crédito sería mucho más larga.

Existe incluso la posibilidad de que el prestatario solicite que el préstamo sea suscrito por un número reducido de bancos que cubran la totalidad del préstamo, con la finalidad de colocar en un futuro parte de ellos en el Mercado General de Préstamos Sindicados, minorando así su exposición en la operación. El prestatario suele hacer esta petición cuando la operación es muy voluminosa y se requiere de rapidez y confidencialidad.

Por otro lado, el Banco Agente suministra información a todos los bancos partícipes de forma periódica. Todo esto se traduce en que para un

banco partícipe resulta más sencillo y económico en tiempo y en recursos concertar un préstamo sindicado frente a cualquier otra alternativa de contratar una suma de préstamos equivalente.

- Imagen de prestigio

El hecho de que una empresa consiga formalizar con éxito una operación de crédito sindicado favorecerá su imagen, no solo a nivel de la banca, pues dicho aspecto también aparecerá publicado en la prensa financiera que corresponda.

Este hecho tendrá una serie de repercusiones positivas a la hora de adquirir nuevos fondos ya que, para una empresa es más fácil acceder a financiación si tiene un buen pasado "*past-record*".

3.1.2 Para los bancos partícipes

- Simplicidad y rapidez

El proceso de sindicación se caracteriza por ser relativamente rápido y simple. En primer lugar, el partícipe principal es contactado por el *Arranger* y, una vez que muestra interés en la propuesta, se le entrega el Infomemo que contiene toda la información que necesita el banco para tomar una decisión de crédito.

En esta primera fase se prevé que el banco tarde unas dos o tres semanas en tomar una decisión. Si la decisión es positiva, el banco se comprometerá con un máximo de participación y recibirá un borrador de la documentación, esto supone una semana más.

- Ahorro de costes

La estructura de este sistema favorece la relación entre los bancos líderes y el resto de miembros del sindicato ya que, si todo está en orden, las tareas administrativas se relegan a los bancos líderes, lo cual supone un ahorro muy importante tanto en costes como en tiempo para los bancos participantes.

Además, en el caso de que surja algún problema, cuentan con dispositivos eficientes cuya finalidad es alinear los intereses de todos los miembros.

- Relaciones bilaterales entre prestamista y prestatarios

En el caso del préstamo sindicado, es el Banco *Arranger* quien se encarga del reclutamiento de una serie de bancos para que participen en el Sindicato.

Probablemente la mayoría de estos bancos no fueran conocidos por el prestatario, sin embargo, una vez que la operación satisface el propósito financiero para el prestatario, muchos de los nuevos bancos estarán dispuestos a proporcionar nuevas facilidades de crédito o de otro tipo a la empresa prestataria en condiciones bilaterales.

- Mayor cobertura legal

Los préstamos sindicados ofrecen una mayor cobertura legal en comparación con un préstamo a nivel individual.

- Menos esfuerzo en marketing directo

En la modalidad del crédito sindicado, los bancos, a título individual, no tienen que realizar un esfuerzo directo en gestión comercial o marketing, sino que hay un banco especializado que se encarga de esa función. Esto no significa que un banco deje de hacer publicidad porque no va a sustentar su negocio sólo con préstamos sindicados, sino que tendrá que ejercer funciones comerciales para cubrir su cartera de préstamos.

En este sentido, los bancos tienen la oportunidad de acceder a nuevos clientes gracias a su participación en operaciones sindicadas, con un coste comercial muy por debajo de lo que tendrían si actuaran de forma individual.

- Presencia en el mercado

El Banco Agente conoce perfectamente las operaciones de crédito sindicado que se formalizan, así como los bancos que participan en ellas. De tal manera que sabrán en qué tipos de estructuras financieras, sectores o países están interesados. Pues bien, esos bancos partícipes serán los primeros que se posicionen en futuras transacciones. Además, para muchos bancos, es una oportunidad de participación en el financiamiento de ciertas empresas a las cuales no podrían acceder de otra forma puesto que participar en este tipo de financiamiento otorga a la entidad cierto prestigio.

Por tanto, se puede afirmar que un banco que actúe como miembro activo en el mercado de préstamos sindicados tiene la presencia en el mercado garantizada.

- Nivel de capitalización adecuado

El Acuerdo de Basilea II regula los estándares internacionales del nivel de capitalización de los bancos. Además, hace que las entidades financieras se comprometan a mantener un nivel adecuado de capitalización con el objetivo de asegurar la protección tanto de los depositantes como de las entidades frente a los riesgos financieros, operativos y de mercado que puedan surgir.

En definitiva, las operaciones de préstamo sindicado favorecen que los ratios de nivel de capitalización de los bancos se mantengan estables gracias a la diversificación de riesgo.

- Menor riesgo de incumplimiento

Es un mecanismo que trae aparejado un menor riesgo de incumplimiento respecto a otros sistemas de financiación puesto que está expresamente penalizado.

Al mismo tiempo que la empresa financiada pone en juego su “buen nombre” y su “imagen”.

- Eficiencia fiscal y administrativa

Los bancos tienen la posibilidad de formalizar su participación en el préstamo sindicado desde otro país, es decir, pueden constituir una sucursal contable “*booking office*” en un país diferente al que se desarrolle la operación para beneficiarse de ventajas fiscales como puede ser una reducción de impuestos.

Asimismo, los bancos se ahorran las funciones administrativas puesto que es un sistema que está completamente centralizado.

- Ingresos por comisiones

Los bancos que participan en el préstamo sindicado, además de percibir unos intereses, reciben una comisión de participación. Todos los bancos tienen derecho a cobrar esta comisión por participar en el sindicato y en el caso del Banco *Arranger* y Agente, hay que sumarles una comisión especial por desempeñar sus funciones. De tal manera que los márgenes de interés son igual para todos los bancos, pero las comisiones varían según el rol que desempeñe el banco en cuestión en la operación sindicada.

Por tanto, estas comisiones se ingresan adicionalmente al margen de intermediación (intereses) e incrementan la rentabilidad del préstamo para los partícipes.

3.1.3 Para el Banco *Arranger* y el Banco Agente

Como ya se ha visto anteriormente, el Banco *Arranger* y el Banco Agente desempeñan distintos papeles en la operación sindicada. El Banco *Arranger* se encarga de negociar y syndicar el préstamo y el Agente es quien lo gestiona una vez firmado. Por tanto, las funciones del *Arranger* finalizan cuando se firma el préstamo y a partir de ahí es cuando comienza a intervenir el Banco Agente.

Sin embargo, es muy frecuente que el propio Banco *Arranger* sea también Banco Agente puesto que una vez se firma el contrato, quiere seguir involucrado en la operación.

A continuación se pasará a hablar de las ventajas comunes a ellos que resultan más destacadas:

- Ingresos por comisiones

Tanto el Banco *Arranger* como el Banco Agente perciben unas comisiones superiores al resto de los bancos como consecuencia de que se encargan de la estructuración y dirección del préstamo. Estas comisiones son negociables con el prestatario, pero suelen ser bastante elevadas debido al gran trabajo que se requiere en las fases iniciales.

- Presencia en el mercado

Generalmente, los préstamos sindicados se anuncian en prensa financiera especializada a nivel nacional. Este tipo de anuncios son publicados por el Banco *Arranger* y reciben el nombre de lápidas o “*Tombstones*”. En ellos se detallan sus características (prestatario, importe e identificación de los bancos partícipes). Con este tipo de publicidad no se pretende captar nuevos bancos para conformar el sindicato puesto que la operación ya está concluida, al menos en el mercado primario. De hecho, es común que aparezca en la lápida la siguiente nota: “*This announcement appears as a matter of record only*”, es decir, sólo a efectos de registro.

Muchas entidades compiten anualmente por ocupar una buena posición en esa “liga anual” ya que obtener una posición exitosa en el marco de los préstamos sindicados, denota habilidad para estructurar y poder de convocatoria de fondos de un banco.

A título de ejemplo, se presenta un “*Tombstone*” de un préstamo sindicado de la pyme “Grupo CERCAL” en España. Además, en el Anexo II podemos observar un comunicado de Deutsche Bank sobre un crédito sindicado que se otorgó a *Zagrebacka Banka* de Croacia.

Figura 4. *Tombstone* de un préstamo sindicado

Fuente: Elaboración propia a partir de un *Tombstone* real del Grupo CERCAL.

3. 2. Inconvenientes o riesgos que presentan

De la misma manera que los préstamos sindicados cuentan con una serie de ventajas, también presentan ciertos inconvenientes como pueden ser la negociación previa a la celebración del contrato o la existencia de ciertos comportamientos competitivos, entre otros. A continuación, se explicarán con un poco más de detalle algunos de éstos inconvenientes.

3.2.1 Para el prestatario

- Negociación previa del préstamo

Pese a que anteriormente hemos mencionado la negociación como una ventaja de los préstamos sindicados, es preciso señalar que el momento en el que el prestatario se enfrenta a negociar las condiciones del préstamo (cuantía,

garantías, tipo de interés, comisiones, modalidad...) con el prestamista es un tanto complejo.

No podemos olvidar que las entidades financieras “juegan con ventaja” puesto que tienen experiencia en la negociación de este tipo de operaciones. Este es el motivo por el cual se recomienda a los prestatarios que antes de acometer una operación de este tipo, acudan a asesoramiento profesional para conocer qué aspectos se pueden negociar, qué márgenes no se pueden sobrepasar, etc., ya que, de lo contrario, la operación sindicada no prosperará y por tanto, no se podrá ejecutar ese proyecto que situaría a la empresa a la cabeza del mercado.

- Los bancos exigen garantías reales y personales

El hecho de que existan garantías, beneficia a los bancos partícipes. En el supuesto de que el prestatario tenga dificultades para pagar, los bancos reclamarán la ejecución de su garantía real (prendaria o hipotecaria) o personal (avales o garantías quirografarias). Sin embargo, estas garantías a veces son demasiado estrictas.

- Riesgo de tipo de interés variable

El hecho de que las empresas se endeuden fuertemente a tipo variable, supone un riesgo para ellas, aunque existe la posibilidad de convertir la financiación a tipo de interés fijo mediante una Swap de tipo de interés.

- Covenants

Los *covenants* u obligaciones especiales que las compañías prestatarias deben cumplir suelen ser bastante rigurosos ya que, su principal objetivo es garantizar a la entidad financiera el pago de la deuda contraída.

- No puede acceder cualquier empresa a un préstamo sindicado

Este tipo de crédito no se puede conceder a cualquier empresa o persona, por el elevado importe del mismo. Antes de obtener un crédito sindicado se debe calificar el riesgo de la empresa solicitante, ya que se puede otorgar un préstamo hasta un 25% del fondo patrimonial de la entidad. Por lo que se trata de montos fuertes que pueden hacer tambalear a más de una institución financiera si no realiza un estudio adecuado de la empresa que solicita este servicio.

Además, los tipos de interés más favorables se reservan a grandes empresas con buena solvencia y reputación.

- Elevados gastos adicionales a la devolución del préstamo

Junto a la devolución del crédito, se adicionan otros gastos que aumentan considerablemente el importe del crédito. Estos gastos adicionales

están compuestos fundamentalmente por intereses y numerosas comisiones por diversos conceptos que son superiores a las de un préstamo ordinario.

3.2.2 Para el prestamista y a nivel global

- Rivalidades entre entidades financieras

Las operaciones de crédito sindicado son muy atractivas para las entidades financieras y es habitual que haya varias de ellas que quieran liderar la operación.

La formalización de este tipo de operaciones supone, además de beneficios económicos, una imagen de prestigio y una posición favorable en el mercado.

Por ello, es importante conseguir la colaboración e implicación de cada una de ellas, evitando que por rivalidades entre las mismas se paralice o se dañe la operación.

Es común incorporar unos documentos que regulan las relaciones entre las entidades financieras participantes, conocidos como “*intercreditor deed*”, para evitar rivalidades entre ellas.

- Conductas anticompetitivas en el marco de la financiación sindicada

El poder de decisión del que gozan los bancos partícipes, así como su estrecha relación cooperativa hace que muchas veces abusen de ello y realicen prácticas restrictivas como; el reparto del mercado, manipular los índices de referencia vinculados al tipo de interés (Euribor, Líbor), intercambio de información estratégica, alteración de licitaciones...

Al hilo de este riesgo, tal y como recoge el Diario Expansión del 20/04/2017²⁰, la Comisión Europea está investigando a bancos que participan en financiación sindicada porque en ocasiones actúan de forma ilícita. Aseguran que en España se han impuesto varias sanciones por la alteración de los tipos de interés, utilizado por los bancos para garantizarse una mayor cobertura del riesgo.

Además se ha comprobado que los riesgos de prácticas restrictivas son mayores durante la fase previa a la constitución del sindicato, pues en ella aún no se ha constituido el grupo de financiadores ni existe mandato del prestatario.

La Comisión Europea se centrará en recopilar información sobre el funcionamiento y la estructura del mercado, así como sobre las relaciones de estrecha cooperación entre los participantes.

²⁰ <http://www.expansion.com/juridico/opinion/2017/04/20/58f8e02e268e3eb1198b4576.html>
(Visitada el 20/10/2017)

- Impago de la deuda

Las entidades de crédito toman numerosas medidas para evitar que el deudor no pague la deuda o sea impuntual en sus pagos, incluso en el caso de demora se establecen intereses moratorios y cláusulas penales, pero, pese a ello, cabe la posibilidad de que el acreedor no pague su deuda, aunque no suele ser muy común por las consecuencias que ello trae consigo.

- Complejidad jurídica

Como se ha mencionado en capítulos anteriores, se trata de un caso atípico puesto que no existe una postura doctrinal única, sino que según el sector que lo estudie, lo entenderán de una manera o de otra. No obstante, se ha demostrado que en nuestro ordenamiento jurídico no se puede encuadrar en el ámbito asociativo, por lo que se puede afirmar que se trata de un negocio de colaboración no regulado en nuestro Ordenamiento y que se regirá por lo que se acuerde en el contrato de crédito sindicado.

A continuación se expone una tabla en la que se muestran las principales ventajas e inconvenientes que se han explicado con detalle anteriormente.

3.1. Tabla. Cuadro-resumen de las ventajas e inconvenientes más relevantes de los préstamos sindicados

VENTAJAS	INCONVENIENTES
Simplicidad y rapidez de formalización	Negociación previa del préstamo
Asesoramiento personalizado	Exigencias de garantías reales y personales
Uniformidad de términos y condiciones	Elevados gastos adicionales a la devolución
Ahorro en costes	Complejidad jurídica

Fuente: Elaboración propia con la información extraída.

CAPÍTULO 4

ESTUDIO DE CASO: GRUPO ANTOLÍN

4.1 Grupo Antolin

Antes de adentrarnos en el análisis financiero de la empresa Grupo Antolin, es fundamental conocer varios aspectos sobre la misma para comprender mejor las decisiones adoptadas. De esta forma, se darán unas pinceladas sobre la historia de la compañía, su estrategia, misión, visión y valores, se hablará de sus Unidades de Negocio y del modelo de Negocio que utiliza, también se tratará la evolución del negocio y sus ingresos, así como el nivel de inversión de la empresa y cómo se financia la misma.

4.1.1. Historia de la compañía y antecedentes

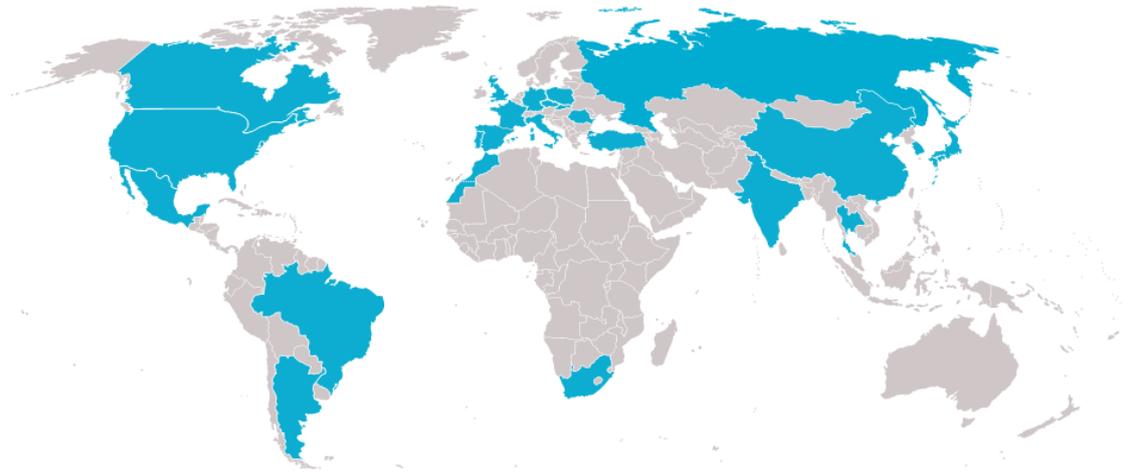
Grupo Antolin nació en Burgos, en un taller mecánico dedicado a reparar vehículos y maquinaria agrícola. Se trata de una empresa familiar pilotada por Avelino Antolin y sus hijos, Avelino y José, quienes inventaron la rótula de dirección en 1950.

Poco después, en 1967, los hermanos fundaron ARA, S.L en Burgos, donde comenzaron a producirse los primeros productos para el interior del automóvil, y ya en 1980 se produce la internacionalización de Grupo Antolin.

Dos años más tarde, Grupo Antolin constituye un holding con motivo de mejorar la gestión y coordinación de todas las empresas que se estaban adicionando al grupo.

Actualmente, Grupo Antolin tiene una posición privilegiada a nivel internacional puesto que está presente en 26 países del mundo y cuenta con 149 plantas productivas y centros *just in time*. La existencia de los centros *just in time* es una característica que identifica al Grupo. Consideran que dado el volumen de su producto deben estar presentes allí donde esté el cliente, este es el motivo por el cual G.A. sigue a los fabricantes de automóviles para ofrecerles su servicio en aquellos países donde sitúen su unidad de montaje.

Figura 5. Presencia del Grupo Antolin a nivel mundial.



Fuente: Página oficial de Grupo Antolin

Es preciso señalar que en 2015 Grupo Antolín adquiere la compañía Magna Interiors, lo que le convierte en el principal fabricante de interiores del mercado del automóvil a nivel global, siendo proveedor de 1 de cada 3 vehículos que se fabrican en el mundo. Gracias a esta adquisición, el grupo duplica su tamaño alcanzando en 2016 un nivel de facturación de 5.247 millones de euros y una plantilla que ronda los 28.000 empleados, cifras que delatan la posición privilegiada que caracteriza al grupo.

A lo que hay que sumarle una gran apuesta por la innovación y la mejora de sus medios tecnológicos, haciendo una inversión de más de 285 millones de euros, la mayor inversión de su historia.

Asimismo, están llevando a cabo varios proyectos corporativos como son Innovación responsable, Innoversia-formación, Zero-entorno laboral seguro, Huella verde..., entre otros. Con estos proyectos demuestran una gran implicación con sus empleados, fomentando tanto su formación como la Seguridad y Salud laboral de los mismos y con Huella verde, hacen un guiño al compromiso medioambiental.

4.1.2. Estrategia, Misión, Visión y Valores

Estrategia

Su estrategia principal para mantener su posición líder como proveedor global del interior del automóvil se basa en:

- Capacidad tecnológica y de innovación
- Incremento del valor en el producto
- Calidad percibida
- Desarrollo de negocio sostenible
- Presencia mundial
- Competitividad
- Versatilidad para adaptarse a mercados y clientes
- Equipo humano motivado y cualificado

Visión

Ser líder global por su capacidad tecnológica y humana, ofreciendo soluciones competitivas para el interior del automóvil.

Misión

Ser una preferencia para el mercado por su innovación y fuerza competitiva, aportando una rentabilidad interesante a sus accionistas y siendo una compañía sostenible de referencia tanto para sus empleados como para la sociedad en general.

Valores

- Creatividad
- Liderazgo
- Orientación al cliente

4.1.3. Unidades de Negocio del Grupo Antolin

Como se ha mencionado anteriormente, Grupo Antolin se encuadra en el sector de la automoción y es uno de los principales fabricantes para vestir el interior del vehículo a nivel global. Se divide en cinco áreas productivas: techos, puertas, paneles de instrumentos, iluminación y otros productos, siendo número uno a nivel mundial en techos.

▪ TECHOS

El Grupo Antolin conserva su posición de líder a nivel mundial porque apuesta por un techo cada vez más ecológico y ligero al incorporar fibras naturales, espumas y adhesivos verdes. Gran parte de sus esfuerzos se centran en una tecnología más avanzada, incorporando tejidos nuevos que mejoran la calidad y seguridad, el diseño y el confort. La variedad de techo que fabrica el grupo se compone de;

- Techo modular,
- Sustrato,
- Parasoles,
- Techo iluminado,
- Soft trim

▪ PUERTAS

El Grupo es suministrador global de todo tipo de partes y mecanismos de plástico especializado, desde elevallas simples hasta módulos y paneles de puerta complejos y sistemas inteligentes.

▪ PANELES DE INSTRUMENTOS Y CONSOLAS

La compañía Antolin fabrica también paneles de instrumentos y revestimientos interiores para diferenciar los vehículos y maximizar el valor para el cliente.

▪ ILUMINACIÓN

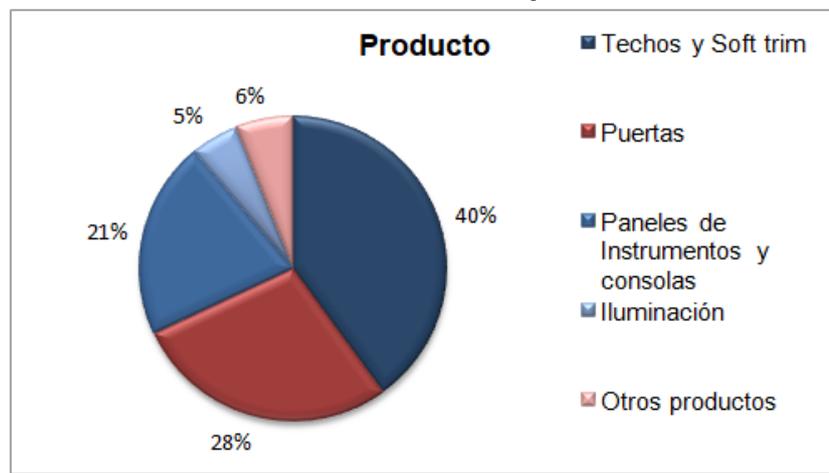
Es proveedor líder en componentes de iluminación. El Grupo Antolín se encarga tanto de la iluminación interior; ambiental y funcional, como de la iluminación exterior como pueden ser las luces de freno, de matrícula, intermitentes y DRL (luz de circulación diurna).

▪ OTROS PRODUCTOS

Además de los productos mencionados, un porcentaje mínimo de su facturación se debe a la venta de asientos, bandejas, revestimientos de maletero, insonorizantes, compartimentos y recubrimientos plásticos de diversos tipos.

En el gráfico inferior se puede observar el porcentaje de beneficio que le reporta a la empresa la venta de cada producto.

Gráfico 4.1. Distribución de las ventas por Unidades de Negocio



Fuente: Elaboración propia con los datos de la página oficial del Grupo Antolin

Como se puede apreciar en el gráfico, las ventas estuvieron lideradas por la Unidad de Negocios de techos y *soft trim*, que representa un 40% de la facturación total, seguida de la Unidad de Negocio de Puertas, con un 28% de las ventas totales, un 21% de la cifra total de ventas lo reporta la Unidad de paneles de instrumentos y consolas, otros productos, un 6% y la Unidad de Iluminación, un 5%.

4.1.4 Modelo de negocio del Grupo Antolín

El modelo de negocio de Grupo Antolín se basa en el diseño y la fabricación de componentes y módulos para el interior del automóvil.

Con el objetivo de integrar su producto completamente en el resto del automóvil, la compañía se encarga de todas las fases del proceso, es decir, elabora el ciclo completo;

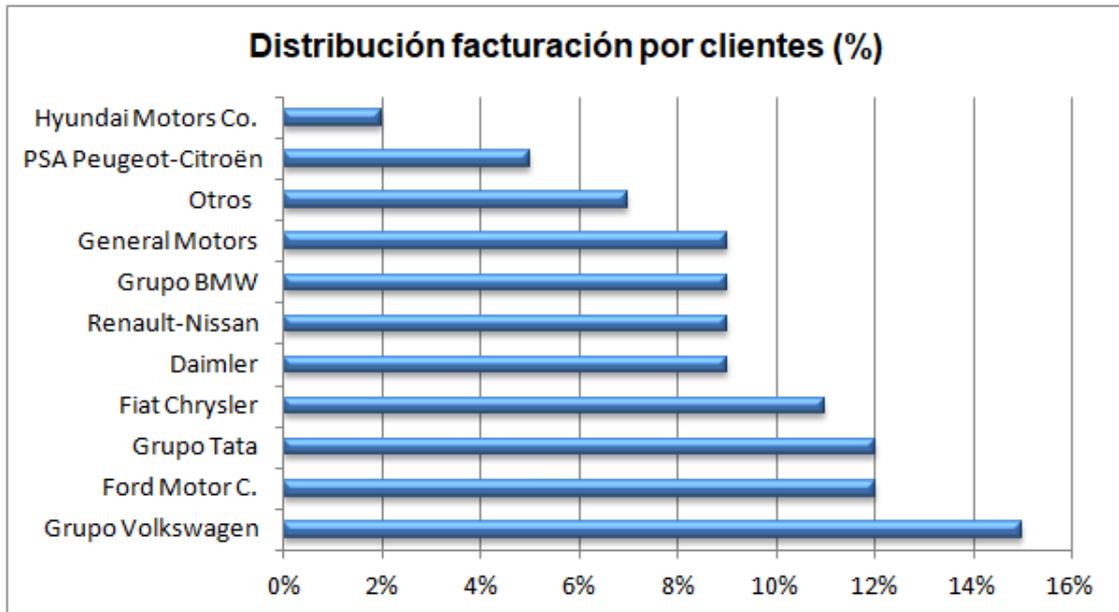
- **Concepción:** pretensión de satisfacer las necesidades de su cliente y de los consumidores de éste.
- **Diseño:** definición del producto y servicio según los requisitos del cliente.
- **Desarrollo y validación:** aceptación por parte del cliente.
- **Proceso Industrial:** inicio de la fabricación en serie del producto.
- **Montaje del producto final**
- **Entrega:** suministro secuenciado del producto final del cliente.

Como se ha mencionado anteriormente, la multinacional es líder en diseño, desarrollo y fabricación de componentes de interior en las cinco áreas mencionadas con anterioridad.

Además, Grupo Antolin innova constantemente para ofrecer soluciones más flexibles, económicas y ligeras a sus clientes.

Su modelo de negocio se encuentra altamente diversificado, siendo la distribución de su facturación de la siguiente manera:

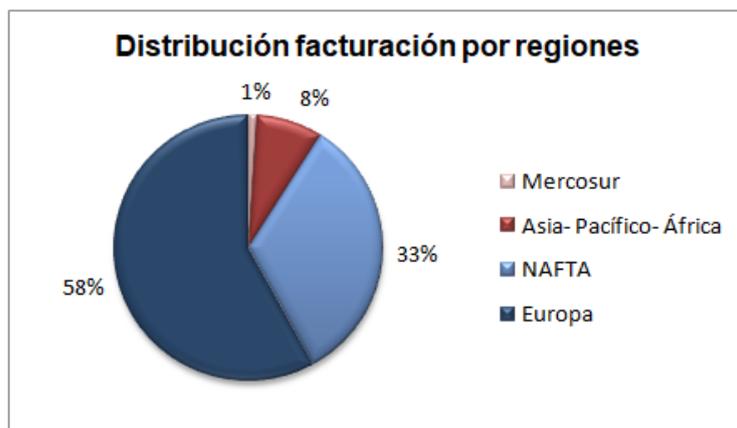
Gráfico 4.2. Porcentaje de facturación de cada cliente del Grupo Antolin



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de la página oficial de Grupo Antolin

La mayoría de sus ventas se concentran en Europa, proviniendo un 58% de su facturación del continente europeo lo que supone más de la mitad de las ventas. América del Norte y México (NAFTA) es la segunda área que más reporta al Grupo Antolín, representando un 33% de sus ventas y, finalmente los continentes de Asia Pacífico con África y Mercosur suponen en torno a un 9% de las ventas de la compañía.

Gráfico 4.3. Porcentaje de facturación del grupo a nivel mundial



Fuente: Elaboración propia a través de los datos de la página oficial de Grupo Antolin

4.1.5. Evolución del negocio e Ingresos del Grupo Antolin

▪ VENTAS

Las ventas globales de vehículos ascendieron a 93.367.036 unidades en 2016, lo que supone un incremento del 6% con respecto al año anterior.

Según los datos del LMC Automotive, en Europa, las ventas se incrementaron hasta 19.674.905 unidades, gracias al impulso del mercado italiano y español donde se vendieron 1.317.339 vehículos. Grupo Antolin equipa el 80% de los vehículos producidos en Europa.

En lo que se refiere a España, la marca más vendida en 2016 fue Renault con 90.503 unidades, lo que se traduce en un incremento del 17,3% con respecto a 2015. A ésta le sigue Opel, que cerró el ejercicio con 89.383 vehículos vendidos, casi un 17% más que el año anterior y, la tercera posición la ocupa Volkswagen con 89.012 unidades. En el gráfico inferior podemos observar estas cifras de forma más visual.

Gráfico 4.4. Marcas de automóviles más vendidas en España en 2016

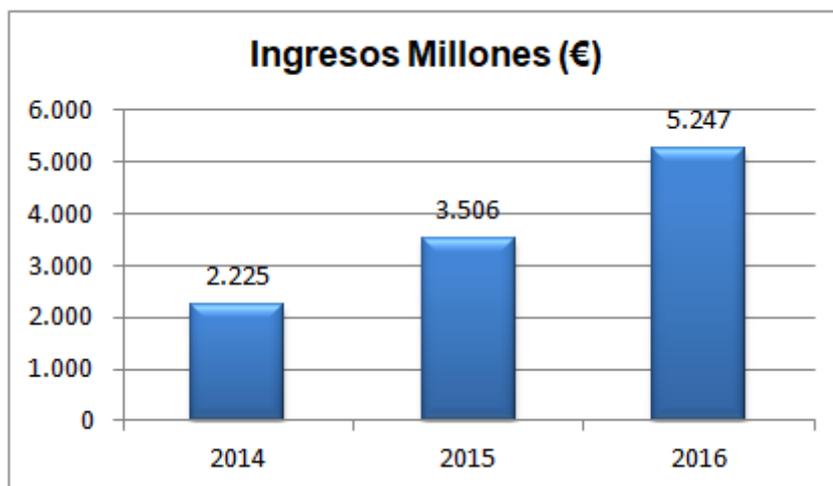


Fuente: Elaboración propia a partir del Informe anual del Grupo Antolin

Ese incremento de las ventas consolidadas se traduce en 5.247 millones de euros en 2016, un 50 por ciento más respecto al año anterior, debido en gran parte, a la adquisición de Magna Interiors.

Inmerso en este contexto, los resultados obtenidos por Grupo Antolin han supuesto un record histórico, superando en 2016 los 521 millones de euros de EBITDA, con un aumento del 34% respecto a 2015, mientras el EBIT fue de 339 millones de euros, un 27% superior.

Estos datos son un claro reflejo de la fortaleza financiera que goza el Grupo Antolin. A continuación se puede ver la evolución ascendente que han tenido los ingresos del Grupo en los últimos tres años.

Gráfico 4.5. Evolución de los ingresos de Grupo Antolin

Fuente: Elaboración propia a través de los datos de la página oficial del Grupo Antolin

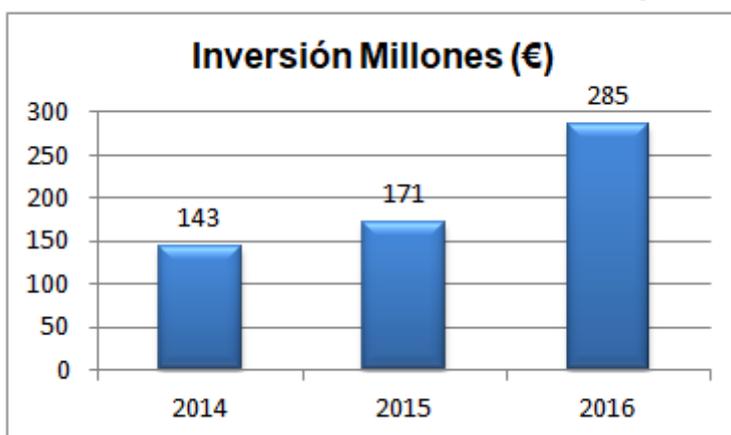
4.1.6. Relación Inversión- Financiación del Grupo Antolin

En 2017, Grupo Antolin pretende seguir aumentando su capacidad productiva y comercial, mediante inversiones relevantes en mercados y actividades clave que le permitan hacer frente a la demanda de sus clientes.

La mayoría de las inversiones que acomete la compañía son financiadas mediante créditos concedidos por entidades financieras y entidades públicas y, a través de la emisión de bonos y obligaciones.

▪ INVERSIÓN

En el ámbito de la inversión, Grupo Antolin ha seguido una tendencia ascendente en los últimos años, en el gráfico inferior se puede observar su evolución en los últimos tres años.

Gráfico 4.6. Evolución de la inversión de Grupo Antolin

Fuente: Elaboración propia a través de datos de la página oficial del Grupo Antolin

Como se puede apreciar en el gráfico, la mayor apuesta por la inversión se ha producido en 2016. No obstante, para dar continuidad a esta tendencia ascendente de la compañía, su plan de inversión para 2017 representa un desembolso de más de 380 millones de euros, un 48 por ciento más respecto a 2016.

En el presente año, el Grupo centra sus esfuerzos inversores en uno de sus mercados clave, EEUU, donde ha invertido 100 millones de euros para construir dos nuevas fábricas; una en Alabama y otra en Michigan, donde el Grupo estima que producirá en torno a 400.000 vehículos anuales, la mayor producción de la compañía.

Otro mercado clave en el que va a invertir el Grupo es China, con el objetivo de mejorar sus instalaciones, sobre todo paneles de instrumentos, además de reforzar su presencia en la República Checa para dar respuesta a la creciente demanda de esta región.

Sin olvidar su constante apuesta por invertir en I+D+i. En 2016, esta inversión superó el 2% de las ventas.

▪ **FINANCIACIÓN**

A la hora de hablar de la financiación del Grupo, señalar que se seguirá un orden cronológico y que se relacionará directamente con la utilidad que dará el Grupo a dicha financiación, es decir, cuál es el motivo por el que se endeuda la compañía en cada caso.

- **AÑO 2012**

Con fecha de Octubre de 2012, la Junta de Castilla y León, a través de la Agencia de Innovación, Financiación e Internacionalización Empresarial de Castilla y León y Grupo Antolin- Irausa, S.A, matriz del Grupo, suscribieron un contrato por el cual, la primera le concedía al G.A. un préstamo de 70.000 euros, con el objetivo de financiar un proyecto empresarial denominado "RDI & CONVERGENCE". La finalidad de este proyecto era realizar inversiones en investigación, desarrollo e innovación para el avance en materiales ligeros para vehículos, así como la inversión en inmovilizado material para mejorar la productividad, reducir costes y fomentar la eficiencia energética.

- **AÑO 2014**

En 2014, el Grupo Antolin emitió una remesa de bonos ordinarios a largo plazo que fue llevada a cabo por una filial que tiene el grupo en Ámsterdam (Holanda), denominada Grupo Antolin-Dutch, participada íntegramente por Grupo Antolin- Irausa, S.A., con domicilio social en Burgos (España). Esta emisión se produjo con fecha 21 de marzo de 2014 por un importe de 400 millones de euros.

Referente a la financiación bancaria, Grupo Antolin- Irausa, S.A, firmó con varias entidades financieras nacionales e internacionales un “*Senior Facilities Agreement*”, por el cual se concedió financiación al grupo a través de un préstamo sindicado “*Loan Facility*” y una línea de crédito revolving multdivisa “*Revolving Credit Facility*” por 200 millones de euros cada uno de ellos, sumando un total de 400 millones de euros de financiación. Esta operación se formalizó en la misma fecha que la emisión de bonos.

Estas financiaciones estaban destinadas a reestructurar parte de la deuda bancaria del Grupo Antolin, cancelar líneas de *factoring* que tenía abiertas el Grupo y para fines corporativos en general. En el caso de la línea de crédito, fue empleada para financiar su capital circulante.

- **AÑO 2015**

En Junio de 2015, se produjo la segunda emisión de bonos del grupo con motivo de la adquisición del grupo internacional Magna Automotive. Las características de la emisión fueron similares a las del bono anterior puesto que coincidían en el largo plazo, cuantía y se trataba de bonos ordinarios.

La adquisición de Magna Automotive tuvo un coste total de 535 millones de euros por lo que, para poder cumplimentar esta operación, el Grupo tuvo que solicitar la ampliación del préstamo sindicado formalizado en marzo de 2014 “*Loan Facility*” por un importe adicional de 200 millones de euros.

Además, en diciembre de 2015, el Grupo se hizo con el 100% del control de Silesia Plastic, empresa que fue incorporada al conjunto consolidable del Grupo a finales de año. Se trata de una empresa que se dedica a la inyección de plástico y a la fabricación de revestimientos para el interior del automóvil, en la que G.A. ya poseía una participación del 50%. El coste de esta combinación de negocios ascendió a 17.513 miles de euros.

Estas operaciones se enmarcan dentro del proceso de crecimiento inorgánico previsto por Grupo Antolin en su Plan Estratégico.

El vencimiento de estas financiaciones estaba establecido en 2020 pero, en 2016 se firmó una novación del “*Senior Facilities Agreement*” por el que se ampliaba su vencimiento hasta 2021.

Junto con los bonos, préstamos y líneas de crédito mencionados, hay que señalar también otra serie de préstamos de menor envergadura que fueron concedidos al Grupo para financiar la adquisición de terrenos y construcciones de dos de sus plantas productivas españolas.

Asimismo, cabe destacar otros préstamos concedidos por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, a través del plan de Competitividad del Sector de Automoción para financiar proyectos de investigación y desarrollo, y de mejora de la competitividad. En este sentido, se concedieron préstamos a largo plazo, a tipo de interés cero:

- En 2009, 20.150 euros.
- En 2010, 5.627 euros.
- En 2011, 4.003 euros.
- En 2012, 5.079 euros.

La información extraída tras realizar las entrevistas a las partes, constituye el pilar básico en el que se fundamentan los préstamos sindicados; Grupo Antolín, como empresa o entidad prestataria y CaixaBank, como banca o entidad prestamista.

Se comenzará con los resultados obtenidos por la entrevista a un miembro de Grupo Antolín, concretamente al director de la Planificación Financiera de la Dirección Financiera Corporativa de Grupo Antolín y seguidamente se analizará la información aportada por el responsable de riesgos de CaixaBank.

Para concluir este apartado, se realizará una valoración personal con respecto a la utilización de financiación sindicada por parte de Grupo Antolín.

4.2. Entrevista a Oscar Saiz Porras, responsable de Planificación Financiera de la Dirección Financiera Corporativa de Grupo Antolín

Oscar Saiz Porras es un empresario que ejerce actualmente su cargo en el área de Planificación Financiera en Grupo Antolín Irausa, matriz del Grupo. Asimismo, con fecha 24 de abril de 2016 fue nombrado Apoderado Mancomunado en dicha planta.

La información aportada por el empresario ha servido para analizar desde otro punto de vista el estudio sobre la financiación del Grupo y para obtener información que avale su estrategia empresarial.

A continuación se tratarán los aspectos más relevantes extraídos de la entrevista realizada.

Pues bien, los primeros préstamos que suscribió Grupo Antolín gozaban de términos y condiciones muy sencillos. No obstante, estaban marcados por un *covenant* muy estricto que tenían que cumplir, consistente en respetar el ratio DFN/EBITDA, *covenant* que se flexibilizó en 2008 como consecuencia del inicio de la crisis. Además, en torno a esa fecha los *factoring* que tenía el Grupo se sindicaron.

Cabe destacar que Grupo Antolin recibe financiación por parte de organismos públicos a tipo de interés cero, con el objetivo de que se fomente la inversión en ciertas áreas geográficas.

Durante los años de crisis, la banca española estaba muy debilitada y se estancó la concesión de préstamos. Ante esta situación, el Grupo tuvo que tomar medidas para conseguir financiación; decidió cancelar su deuda a corto plazo y se planteó financiarse por vía privada (bonos).

Por tanto, la crisis fue lo que desencadenó el “boom financiero” en Antolin con la emisión del primer bono en marzo de 2014. Este bono se complementó con un préstamo sindicado “*Senior Facility Agreement*” que se dividía en un préstamo y una línea de crédito, ambos tenían los mismos *covenants* que el bono.

Debido a la situación del mercado, en 2015, la compañía apostó por la adquisición de Magna Interiors. Para ello, tuvo que buscar financiación externa; ampliación del préstamo sindicado y emisión de un nuevo bono.

En 2017, el Grupo ha realizado un estudio financiero sobre los bonos emitidos y ha llegado a la conclusión de que es más rentable cancelar uno de los bonos existentes y emitir uno nuevo, puesto que reducirían notablemente sus costes. Este es el motivo por el que se ha cancelado el bono emitido en marzo.

Tiene especial relevancia mencionar que Grupo Antolin tiene firmado un ICA. La firma de un ICA, implica que las deudas más relevantes del Grupo; bonos y préstamos sindicados, adquieren la categoría de *Senior* y son prioritarias ante cualquier otra deuda (cláusula *pari passu*). Asimismo, comparten garantías y *covenants*. Por lo que, el ICA ofrece a los inversores grandes garantías ya que la seguridad del capital invertido es fundamental para cualquier inversor y, por otra parte, a la empresa le permite tener tipos de interés más bajos.

Sin embargo, el hecho de que sean *Senior Debt* supone que si alguna de ellas entrase en *default*, automáticamente todas las demás entrarían en *default*.

En lo que se refiere a los objetivos del Grupo en términos de deuda, su intencionalidad es seguir refinanciando su deuda y adquirir nueva cuando se requiera, así como mantener su deuda diversificada de manera equitativa: mercado de bonos, entidades financieras y organismos públicos.

El modelo de financiación de Antolin es centralizado a través de la matriz (Irausa) que toma la deuda y se la cede a sus filiales.

Tanto la deuda pública como la deuda privada tienen una máxima, el cumplimiento por parte de las partes de las condiciones acordadas en el contrato, entre las que se encuentra el cumplimiento de los *covenants* financieros.

4.3. Entrevista a Mario Menéndez, responsable de riesgos CaixaBank.

Mario Menéndez Escribano es responsable de la financiación estructural y del mercado de capitales de la entidad financiera CaixaBank. En lo que al mercado de capitales se refiere, se centra sobre todo en asesoramiento, salida a bolsa y, fusiones y adquisiciones de empresas.

A continuación se pasará a transcribir los aspectos más relevantes que se han extraído de la entrevista realizada sobre la sindicación de préstamos.

Desde que surgieron por primera vez los préstamos sindicados, CaixaBank ha apostado por este tipo de modalidad, participando activamente en ellos. Siempre que puede, ocupa la posición de Banco Agente, es decir, lidera la operación, puesto que los beneficios que se obtienen son muy superiores tanto a efectos de imagen como a nivel económico.

Actualmente, las entidades que dominan el mercado nacional de préstamos sindicados son Santander, BBVA y CaixaBank.

Pese a que en los últimos años se han incrementado las operaciones sindicadas, se recomienda que desembolsos que superen los veinticinco millones de euros debieran formalizarse vía sindicada.

Bajo la perspectiva de Mario, la financiación sindicada es muy positiva tanto para la empresa, sobre todo por la simplicidad de negociación, como para el banco, que dispone de más información y reconoce que es con la vía de financiación que más intereses reciben y una fuente importante de ingresos por comisiones, sobre todo si se trata de colocaciones aseguradas y se actúa en calidad de banco promotor. Asimismo, el hecho de compartir riesgo entre varias entidades permite un mayor control por parte de los bancos.

No obstante, también cuenta con inconvenientes como puede ser la situación de impago o la ejecución de garantías puesto que son igual para todos los bancos y son más costosas que en un préstamo bilateral.

4.4 Valoración personal de los préstamos sindicados

Tras analizar el punto de vista de las empresas y de los bancos con respecto a la financiación sindicada, no cabe duda de que esta vía de financiación es recomendable para cualquier empresa que quiera llevar a cabo grandes proyectos a largo plazo que requieran un desembolso importante.

Sin embargo, suelen ser las grandes corporaciones las que más utilizan esta vía de financiación porque son quienes pueden aventurarse en operaciones de tales dimensiones puesto que para poder acceder a la financiación sindicada, es necesario un desembolso de, al menos, veinte millones de euros.

Como ya se ha visto, Grupo Antolín es una multinacional que tiene una gran repercusión a nivel nacional e internacional, pese a no cotizar en bolsa, es la empresa más importante a nivel de capital de Castilla y León.

Por tanto, para este tipo de empresas que manejan grandes volúmenes de capital, es una financiación muy recomendable porque le permite obtener una cantidad muy significativa de fondos de forma rápida y simple, ya que sólo tiene que negociar con un único banco.

Asimismo, el hecho de que la corporación se financie con préstamos sindicados, otorga a la empresa cierto prestigio ya que no cualquiera puede acceder a ellos.

En este sentido, el hecho de que el Grupo firme un ICA hace que tanto sus bonos como los préstamos sindicados adquieran la categoría de *Senior*. Eso quiere decir que pasan a ser prioritarias frente a cualquier otra deuda y que comparten garantías y *covenants*.

La firma de un ICA supone un riesgo muy elevado para la empresa puesto que en el caso de que algún préstamo o bono entrase en *default*, arrastraría a todas las demás, gracias a eso, la empresa puede beneficiarse de tipos de interés inferiores pero, hay que tener una gran fortaleza financiera para poder adoptar esta iniciativa.

Finalmente señalar que el hecho de que la financiación de Grupo Antolín esté centralizada, genera economías de escala a la hora de negociar con entidades financieras puesto que la compañía pone "sobre la mesa" toda la financiación del grupo.

CONCLUSIONES

Tras analizar con profundidad la modalidad de préstamos sindicados, es momento de presentar las conclusiones extraídas de la investigación realizada.

1. El crédito sindicado es una de las principales vías de financiación a nivel global para obtener grandes cantidades de fondos.

El contrato de crédito sindicado, es aquel por el cual, varias entidades bancarias se obligan a poner a disposición del acreditado a través del Banco Agente, una cantidad de fondos hasta un límite con las condiciones estipuladas, obligándose éste a su vez al reembolso de dichos fondos y al pago de intereses, comisiones y gastos que se devenguen en la operación, todo ello conforme a lo pactado en el contrato, siendo que en algunos casos, el acreditado podrá volver a utilizar los fondos reembolsados dentro del mismo periodo de disposición.

Pese a que, como hemos mencionado a lo largo de todo el trabajo, existen otros mecanismos para obtener grandes montantes como es el caso del mercado de bonos o ampliaciones de capital, son vías más complejas y requieren de plazos más largos de formalización.

2. Los préstamos sindicados han experimentado un crecimiento a nivel internacional y europeo y sin embargo, a nivel nacional sufren un estancamiento.

En el continente europeo, desde la llegada del euro se han puesto en auge los créditos multilaterales, ya que han facilitado mucho las estructuras de sindicación internacional. Hoy en día, el mercado en euros, tanto de créditos como de bonos, empieza a ser casi tan importante como el referenciado en dólares.

Hasta hace relativamente poco, más del 70% de la financiación española provenía de la banca. Sin embargo, actualmente la situación ha dado un vuelco, las compañías españolas optan por diversificar sus fuentes de financiación (*crowdfunding, factoring, direct lending, etc.*) y, en muchos casos, recurren a la emisión de bonos para amortizar préstamos que tenían con la banca. Esto es así como consecuencia de la desconfianza que se ha generado con la banca en los últimos años.

3. La suscripción de un préstamo sindicado supone un coste inferior respecto de la alternativa de contratar una suma de préstamos equivalentes.

El prestatario negocia con una única entidad bancaria, en la fase preparatoria del préstamo, Banco *Arranger*, cuya naturaleza es la de un mediador y, una vez firme el contrato, comienza la actuación del Banco Agente. Todo ello sin perjuicio de que, como suele suceder, confluyan ambas figuras en la misma entidad.

La figura del Banco Agente va a ser quien centralice toda la operación y esto permite reducir costes tanto económicos como jurídicos puesto que evita que el prestatario tenga que ir negociando banco por banco.

4. Los préstamos sindicados tienen la calificación de “*senior secured loans*”.

El término “*senior*” indica que ocupan una posición prioritaria en la estructura de su capital, de tal manera que quienes prestan tienen preferencia a la hora de cobrar cuando el prestatario liquida sus deudas en caso de *default* y, “*secured*” porque los préstamos están garantizados con activos del prestatario.

5. La técnica de sindicación genera obligaciones mancomunadas para los bancos y permite que el riesgo financiero sea compartido.

El hecho de que las obligaciones entre las entidades bancarias sean mancomunadas implica que cada entidad responderá por el riesgo que quiera asumir en la operación. Esto es así como consecuencia del carácter independiente de las obligaciones de las entidades acreditantes.

En el caso de que alguna de las entidades incumpliera sus obligaciones, éstas no serían suplidas por el resto de prestamistas, sino que cada entidad responde únicamente por sus compromisos. Y, en el supuesto de que el prestatario no reembolsara la totalidad del préstamo, el Banco Agente no puede exigir a ninguna entidad que abone la cantidad restante.

No obstante, las entidades tienen los mismos derechos, a prorrata sobre su parte, pudiendo actuar a nivel individual si se incumpliera el acuerdo.

6. El préstamo sindicado genera obligaciones para sus intervinientes.

La firma del contrato de préstamo sindicado genera una serie de obligaciones. En este sentido, el prestamista, tiene la obligación de poner a disposición del acreditado la suma de dinero que se comprometiera a prestar. Así como a llevar una política de gestión empresarial que le permita hacer frente a las sucesivas demandas de dinero por parte del acreditado pese a que sus circunstancias particulares pudieran cambiar.

Y, por su parte, el prestatario, debe, además de restituir el crédito, abonar los intereses y comisiones pertinentes, así como los gastos de gestión que correspondan. En el caso de que, el prestatario incumpla los periodos de pago, se le cargarán unos intereses moratorios que tendrá que desembolsar.

También se pueden incluir en el contrato, dos cláusulas por las que el acreditado se obliga a cumplir unos requisitos financieros; *incurrence covenants* y *maintenance covenants*.

Y, en el caso de que quiera disfrutar del vencimiento anticipado, tendrá que cumplir con el plazo de preaviso.

7. La modalidad de préstamos sindicados se caracteriza por ser especialmente flexible.

En los contratos de crédito sindicado tal y como han sido delimitados en líneas anteriores, la sindicación de crédito es un instrumento que goza de gran flexibilidad puesto que puede ser renegociado cada cierto tiempo por las partes, en caso de que considerasen conveniente modificar alguna cuestión.

No obstante, no ocurre lo mismo con otro tipo de financiaciones como la emisión de bonos, donde la existencia de cientos o miles de inversores dificultan dicha posibilidad.

8. Para grandes empresas como es el caso de Grupo Antolín es preciso que tengan diversificada su cartera financiera.

Si algo me ha quedado claro tras ejecutar este trabajo es que una empresa no puede depender sólo de una vía de financiación, sino que tiene que tener su financiación diversificada porque cualquiera de ellas puede fallar en un momento determinado.

El Grupo lleva esta idea a la práctica puesto que, en 2015, tomaron la decisión de adquirir Magna Interiors y no dudaron en emitir un segundo bono, así como ampliar el préstamo sindicado que tenían, ambos por el mismo importe.

Por tanto, no se debe optar por una vía u otra, sino que para grandes empresas como es el caso de Antolín, la mejor solución es combinar la financiación sindicada con la emisión de bonos, además que esta compañía también recibe financiación por parte de organismos públicos.

BIBLIOGRAFÍA

Andicoechea Ruiz, A. (2015): *Un análisis sobre la financiación colectiva: el micro-mecenazgo*, 4-6.

Amesti Mendizabal, C.: *El banco agente en los contratos de crédito sindicado*, 19- 48.

De Gispert Pastor, M. T. *Los créditos sindicados. Base de datos vLex.*

Gadanecz, B. (2004): *El mercado de préstamos sindicados: estructura, desarrollo e implicaciones*, 75-92.

García, I. y Paredes - Mancha, A.: *Financiación sindicada corporativa de multinacionales españolas: una perspectiva internacional*, 95-113.

Lacarte M. (2012): *Banca Corporativa. Los préstamos sindicados, qué son y cómo funcionan*, capítulo 2 y 3.

Martín Baumestier B. (2014): *Taxonomía del contrato de financiación sindicada*, 6-36.

Martín, J.L y Téllez, C. (2011): *Créditos sindicados y emisión de bonos*, 75-92.

Mazón, F., Olsina, F.X. y Aguilá, S. (2003): *Finanzas: de la planificación a largo a la gestión diaria de la tesorería*, 149-155.

M. Ramírez Suzaña, A.: *Conceptos básicos del crédito sindicado y sus cláusulas esenciales.*

Peschiera Mifflin, D.: *Contrato de sindicación de crédito*, 62-70.

Rodríguez Solano, L.E. (2011): *El préstamo sindicado como alternativa para acceder a nuevas formas de crédito*, 10-26.

Tapia Sánchez, M^a Rosa.: *La contratación bancaria. Base de datos vLex.*

LEGISLACIÓN

Ley 44/2002, del 2 de Noviembre, Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Reglamento sobre Concentración de Riesgos, del 26 de diciembre de 2006.
https://www.bancentral.gov.do/normativa/normas_vigentes/financieros/Reglamento_concentracion_riesgos.pdf

Código de Comercio, artículos 5, 312.

Código Civil, artículos 1218, 1370.

Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado

WEBGRAFÍA

Economipedia:

<http://economipedia.com/historia/crack-del-29.html>

<http://economipedia.com/definiciones/prestamo-sindicado.html>

La gran enciclopedia de economía:

<http://www.economia48.com/spa/d/credito-sindicado/credito-sindicado.htm>

Asociación Española *Factoring*:

<http://www.factoringasociacion.com/factoring>

Legorburo Consultores:

<https://www.legorburoconsultores.es/financiacion-a-la-empresa-el-prestamo-sindicado.html?where=8&id=1&art=210>

IMF; Business School:

<http://www.imf-formacion.com/blog/mba/>

Derecho Mercantil:

<http://www.derechomercantil.info/2015/01/contrato-prestamo-bancario.html>

Página Oficial del Grupo Antolín:

<http://www.grupoantolin.com/>

PowerPoint de Universidad de CEMA. Profesor: Marcelo Villegas. Contrato de crédito sindicado. <https://www.slideshare.net/PMD12/crditos-sindicados>

NOTICIAS

Diario *Funds people*:

<http://es.fundspeople.com/news/prestamos-sindicados-que-son-donde-estanas-oportunidades-y-cuales-son-los-riesgos>

Diario Finanzas & Mercados:

<http://apcebcn.cat/web2015/wp-content/uploads/2016/10/expansion-311016-eco-los-grandes-prestamos-a-empresas-espanolas-se-hunden-un-40.pdf>

Diario Expansión:

<http://www.expansion.com/especiales/30-aniversario/finanzas-seguros/2016/04/11/570b9000ca4741e97d8b45d4.html>

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/prestamo-sindicado.html>

Diario Cinco Días:

https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/02/01/mercados/1485970359_151081.html

Diario LIBREMERCADEO:

<http://www.libremercado.com/2017-07-16/sesenta-anos-del-inicio-del-milagro-economico-espanol-del-subdesarrollo-a-la-clase-media-occidental-1276602963/>, consultado el 7 de Agosto de 2017.

Valores Digital: Tendencias en economía y *management* para la creación de valor.

<http://www.valoresdigital.es/espana-a-la-altura-de-las-grandes-ligas-en-ma/#.WaRDFChJbIV>

Diario Económico LA VANGUARDIA:

<http://www.lavanguardia.com/economia/20140311/54403291308/antolin-firma-un-prestamo-de-400-millones-y-quiere-emitir-bonos-por-otros-400.html>

Revista LEGAL TODAY:

Cláusulas de protección en los contratos de financiación sindicada.

<http://www.legaltoday.com/practica-juridica/mercantil/bancario/clausulas-de-proteccion-en-los-contratos-de-financiacion-sindicada>

Cláusulas en las diversas formas o tipos de créditos sindicados.

<http://www.legaltoday.com/practica-juridica/publico/bancario/clausulas-en-las-diversas-formas-o-tipos-de-creditos-sindicados>

El crédito sindicado: financiamiento para proyectos de inversión.

<http://www.legaltoday.com/practica-juridica/publico/bancario/el-credito-sindicado-financiamiento-para-proyectos-de-inversion>

ANEXO I. Contenido del “*Information memorandum*”

El *Information Memorandum*, más conocido como *Infomemo*, es un documento precontractual que surge de la negociación del cliente con el banco líder del crédito sindicado.

Usualmente contendrá:

- **Carta de autorización.** En ella el prestamista autoriza la comunicación de la información a los bancos partícipes del sindicato.
- **Breve descripción del proyecto propuesto.**
- **Antecedentes, situación del país** donde se ubica el proyecto, estado de desarrollo actual del proyecto y cualquier otra información relevante.
- **Prestamistas.** Identificación, rol e involucración en el proyecto. También incluye la ubicación del/los prestamista/s.
- **Prestatario.** Identificación e información financiera y crediticia del deudor. Así como los negocios en los que ha participado.
- **Orígenes y usos de fondos.** Procedencia de los fondos (Deuda, aportaciones de capital...) y su cuantía, así como el destino de los mismos. Además se especifica la divisa.
- **Condiciones básicas del crédito**, tales como:
 - **Valor y condiciones de pago**
 - **Tasa de interés** Típicos intereses de referencia + (margen financiero para el banco) y otros márgenes (MIBOR, LIBOR...) También pueden establecerse tipos de interés fijos o cualquier fórmula combinada.
 - **Comisiones.** Comisiones a percibir por el prestamista. Comisiones de aseguramiento, de compromiso...
 - **Garantías** Indicación de que el crédito cumplirá las garantías y promesas inicialmente hechas.
 - **Amortización de la deuda.** Incluye programas de amortización y fechas de pago de intereses y principal, así como la notificación de amortizaciones anticipadas....
 - **Compromiso de fondos, desembolso y cancelación del compromiso.** Incluyendo fechas, condiciones de vigor, desembolsos mínimos, solicitudes de desembolso...
 - **Jurisdicción aplicable.**

- **Abogados, expertos y consultores.** Se identificarán aquellos que estén involucrados en el proyecto.

La importancia de este documento radica en que su contenido determinará la decisión de los bancos de ser parte del crédito sindicado. Por tanto, la información allí contenida debe ser veraz y completa, de lo contrario los bancos invitados podrán ejercer acciones legales en contra del banco líder.

Es preciso señalar que la constitución de un crédito sindicado tiene por condición que el deudor no se encuentre directa o indirectamente comprometido en otro crédito sindicado.

Por tanto, en este caso se incluyen dos cláusulas:

- **Flexibilidad del mercado**
- **Compromiso de garantía**

La primera, permite modificar las condiciones pactadas inicialmente cuando las condiciones del mercado lo exijan. Se trata de una actualización del precio, estructura y condiciones del crédito sindicado con el objetivo de respetar el acuerdo.

En la segunda, el banco líder puede obligarse a garantizar la totalidad del crédito; sin embargo, este compromiso debe ser asumido antes de que el acuerdo de crédito sindicado sea aceptado por todos los bancos participantes. Este compromiso usualmente obligará al banco líder a realizar sus mejores esfuerzos para lograr el éxito de la sindicación.

ANEXO II. Comunicado de Deutsche Bank sobre un crédito sindicado de 270 millones de euros que se otorgó en 2003 al banco Zagrebacka de Croacia.

Press Release

Deutsche Bank

Euro 270 million term loan facility for Zagrebacka Banka D.D. signed in Opatija, Croatia

London, den 08. Juli 2003

Deutsche Bank AG and JP Morgan announced the EUR 270 m Term Loan Facility for Zagrebacka banka d.d. ('Zaba') which was signed in Opatija, Croatia.

After extremely successful pre-syndication and general syndication phases, the facility was heavily oversubscribed and the amount increased from initially EUR 150m to EUR 270m. According to Dealogic the transaction represents the largest ever syndicated loan for any private Central & Eastern European bank or financial institution.

The facility has a three years tenor and a margin of 0.65% p.a. At Zaba's request and the Lenders' discretion, it can be extended for a further two years. The purpose of the facility is to provide Zaba with funds for on-lending to its clients for general trade purposes and Deutsche Bank AG London is Facility Agent.

Banks were invited into the facility at general syndication at the following levels:

<u>Title</u>	<u>Participation Fee (flat)</u>
Arranger	50 bps
Co-Arranger	45 bps
Lead Manager	40 bps
Manager	35 bps
Participant	30 bps

Zaba is the largest bank in Croatia with total assets as of 31 December 2002 of EUR 7.214 bn. Zaba is 82.5% owned by Italy's Unicredito and 13.75% by Allianz AG and has an investment grade long term foreign currency rating from Standard & Poor's of BBB-.

List of financing Banks

Mandated Arrangers

Deutsche Bank AG London
JP Morgan plc

Arrangers

Alpha Bank A.E.

BayernLB

HSH Nordbank AG

ING Bank n.v.

Bank Austria Creditanstalt (member of the HVB Group)

Commerzbank Aktiengesellschaft

Erste Bank

KBC Bank N.V.

Wachovia Bank, National Association

Co-Arrangers

WGZ- Bank Westdeutsche Genossenschafts- Zentralbank eG

Lead Managers

Baden-Württembergische Bank AG

Bank of Montreal

Managers

American Express Bank GmbH

Banca Nazionale del Lavoro S.p.A., London Branch

Commercial Bank of Greece, S.A.

Israel Discount Bank of New York

Kommunalkredit Austria AG

Magyar Külkereskedelmi Bank Rt.

Participants

Adria Bank Aktiengesellschaft

Bank of Valletta plc

Zürcher Kantonalbank

LHB Internationale Handelsbank AG

National Savings and Commercial Bank Ltd (OPT Bank)

Raiffeisen Zentralbank Österreich Aktiengesellschaft

Zivnostenská banka, a.s.

A continuación, se presenta la traducción del “*Tombstone*”:

Deutsche Bank, AG y JP Morgan han anunciado un préstamo a largo plazo de 270 millones de euros para el banco Zagrebacka d.d Zaba que fue asignado en Opatija, Croacia.

Después del éxito de las fases de pre-sindicación y sindicación general, el crédito estaba muy solicitado (*oversubscribed*) y el importe se incrementó de 150 a 270 millones de euros. Según *Dealogic*, esta operación representa el mayor préstamo sindicado para cualquier banco privado, para el banco central europeo y para cualquier institución financiera.

La línea de crédito tiene un vencimiento de tres años y un margen de 0,65 p.a. Ampliable dos años más a instancia de Zaba y del prestador. El propósito del crédito es proveer a Zaba de fondos para que pueda atender a su clientela y para propósitos generales de comercio. Deutsche Bank LG London es el Banco Agente.

Los bancos fueron invitados a la sindicación de crédito en los siguientes niveles:

Título	Cuota de participación
<i>Arranger</i>	50 bps
<i>Co-arranger</i>	45 bps
<i>Lead Manager</i>	30 bps
<i>Manager</i>	25 bps
<i>Participant</i>	20 bps

Zaba es el banco más grande en Croacia con un activo de 7.214 bn (31 dic. 2002). Zaba es propiedad de Italy's Unicredito (82,5%) y de Allianz AG (13,75%). Zaba tiene un grado de inversión a largo plazo en moneda extranjera de Standard & Poors de BBB-.

El *tombstone* finaliza con la lista de los bancos financiadores que participan en el crédito sindicado.

ANEXO III. COVENTANTS- Compromiso financiero

Cuando se formalizan préstamos sindicados, es habitual establecer *covenants*. Este término hace referencia a una serie de compromisos especiales que el prestatario asume con la entidad durante el tiempo que dure el crédito que se le ha otorgado.

Los covenants suelen ser negociados por el Director financiero o el responsable de tesorería de la empresa, ya que son quienes mejor conocen la técnica contable y financiera de la empresa y saben en el rango que puede oscilar su compromiso. Para ello, deben autoanalizar sus fortalezas y debilidades, teniendo en cuenta cuatro aspectos básicos: el cash flow, la estructura financiera, los activos y la estrategia de la empresa en cuestión que será a lo que el prestamista dará prioridad.

TIPOS:

Estos compromisos son acciones específicas que la compañía debe o no debe hacer y, pueden ser;

- Compromisos positivos (obligaciones de hacer): acciones que la compañía debe realizar. Ej.; respetar ciertos ratios financieros, auditar las cuentas y entregárselas a la entidad.
- Compromisos negativos (obligaciones de no hacer): acciones que la compañía debe abstenerse de realizar. Ej.; repartir dividendos a sus accionistas, llevar a cabo fusiones, consolidaciones o la liquidación de la compañía.

OBJETIVO DE LOS COVENANTS:

- Proteger el pago de la deuda contratada.

GRADO DE COMPROMISO:

La rigidez de los covenants dependen fundamentalmente de:

- La solidez financiera de la empresa
- El nivel de rentabilidad del negocio
- Los riesgos intrínsecos a la operación

VIOLACIÓN DE LOS COVENANTS:

En el caso de que el prestatario incumpla sus compromisos financieros, el banco puede llegar a cancelar el préstamo de forma anticipada.

ANEXO IV. Entrevista a Mario Menendez, responsable de riesgos financieros de CaixaBank.

CUESTIONARIO

1. ¿Desde cuándo la Caixa participa en la financiación sindicada de empresas?, ¿Es un producto que se utilice mucho a nivel regional o nacional?

La Caixa lleva participando en este tipo de financiación desde que surgió la modalidad sindicada en España. Este tipo de financiación se caracteriza por ser muy especializada, es una financiación ad-hoc que se hace a medida para las grandes compañías.

Originalmente solo se utilizaba para acometer grandes operaciones y compartir riesgo porque las entidades no querían participar en un proyecto así al 100%.

Sin embargo, a partir de 2008 este tipo de financiación se mal-utilizó para restablecer deuda, ya que la mayoría de las empresas que los solicitaron para este fin acabaron muy mal.

En cuanto a su utilización a nivel regional o nacional, las grandes corporaciones sí lo utilizan habitualmente porque son quienes pueden permitírselo puesto que es un sistema de financiación costoso en término de intereses y comisiones para la compañía. A lo que se adicionan gastos de gestión que la empresa deberá pagar como puede ser un abogado externo.

2. ¿Cómo ha sido la evolución de los Créditos Sindicados en los últimos años? Es decir, ¿ha aumentado la cuantía del crédito o todo lo contrario?

En los últimos tres años ha aumentado el número de operaciones sindicadas pero, sin embargo como consecuencia de que hay mucha liquidez en el mercado, proyectos pequeños se han hecho a nivel individual. Es decir, operaciones que quizá deberían sindicarse, se han firmado bilateralmente.

Bajo mi punto de vista, una operación que suponga un desembolso de veinte o treinta millones de euros ya debería acogerse a la vía sindicada.

3. ¿Qué posición ocupa la Caixa a nivel nacional en la concesión de estos créditos?, ¿Para qué tipo de empresas está enfocada esta modalidad?

Caixabank, junto con BBVA y Santander son los que más créditos conceden a nivel nacional. En el último ranking, Santander ocupaba el primer puesto y después le seguía la Caixa. Posiciones más abajo se encuentran Sabadell y el Banco Popular.

De las grandes del IBEX, en torno a la mitad, emplearán esta modalidad. Pero, para ser más exactos no tendríamos que hablar de empresas sino de proyectos.

Como bien se ha mencionado anteriormente, operaciones a partir de veinticinco millones deberían hacerse vía sindicada o al menos es lo recomendable.

4. ¿Qué papel juega el riesgo en la financiación sindicada?, ¿Cómo lleva el banco el hecho de tener que compartir el riesgo con otros bancos?

El riesgo de la operación se reparte entre todos los bancos participantes, de tal manera que cada banco responde únicamente por la cantidad que aporta. Es ideal que los proyectos importantes se repartan entre varias entidades porque eso supone un mayor control puesto que los departamentos de cada banco se encargarán de revisar con detenimiento la operación antes de ejecutarla.

Por tanto, supone un mayor control por parte de los bancos. Además, un préstamo sindicado tiene un clausulado muy específico con un seguimiento muy rígido.

5. ¿Qué papel desempeña Caixabank normalmente en este tipo de préstamos?

La Caixa siempre tiene la vocación de liderar los proyectos, es decir, procurará ser Banco Agente puesto que el dinero recibido por intereses y comisiones será mayor y tendrá una mejor imagen a nivel del mercado que si se limita a participar como miembro del sindicato.

6. ¿Qué ventajas e inconvenientes ofrece la modalidad de los créditos Sindicados?, ¿Es preferible a otras vías de financiación? ¿Por qué?

En primer lugar, para el banco; implica una mayor información porque va a tener asesores externos, los beneficios serán mayores y también una mayor seguridad porque hay más personal que se encarga de hacer un seguimiento del préstamo.

En lo que se refiere a la empresa; simplicidad de la negociación, ya que solo tiene que negociar una vez. Hay una documentación única y provocará un menor desgaste de la compañía.

Como inconveniente para el banco señalar únicamente el caso de impago y de tener que ejecutar garantías. El problema que presenta esto es que las garantías son comunes para todos los bancos y en el caso de tener que ejecutarlas, resultan más problemáticas y costosas que en un bilateral normal.

Por ejemplo, una empresa tiene como garantía un edificio.

- Si se tratase de un préstamo individual, la entidad ejecutaría y el edificio pasaría a formar parte de la propiedad de la entidad.

- Pero, en el caso de los préstamos sindicados, como el edificio es común y no se puede partir, surgen problemas con respecto a que tienen que estar todos de acuerdo para venderlo o para cualquier decisión que adopten al respecto. Los mayores problemas surgen en la reestructuración de deuda anterior.

7. A nivel de la entidad, ¿Recibe más intereses que con otras financiaciones?

Sí, sin duda alguna.

8. Respecto al Grupo Antolín, ¿cuánto tiempo lleváis trabajando con ellos?

Información confidencial pero, teniendo en cuenta que es la empresa más importante a nivel de capital en Castilla y León, muchos años.

9. ¿Recomendarías esta vía de financiación para una empresa como esta?, ¿Facilita las inversiones internacionales?, ¿Sirve para financiar cualquier tipo de inversión o compra a largo plazo?

- Sí, absolutamente
- Facilita la financiación en general si son proyectos grandes y atractivos.
- Por supuesto.

10. Si comparamos la financiación sindicada con la emisión de bonos, ¿qué me diría al respecto?

Con respecto al volumen:

- Una emisión de bonos se utiliza para proyectos más importantes o voluminosos, por lo que no está al alcance de todas las empresas ya que tienen que ser operaciones de 100 millones en adelante.
- Sin embargo, los préstamos sindicados se pueden acometer a partir de 20 millones.

Con respecto al titular:

- Quien compra los bonos no son los bancos comerciales sino que son terceros inversores. Lo cual quiere decir que en situación de impago, el bonista se mostrara más frío en cuanto a ejecución.
- No obstante, detrás de los sindicados están bancos comerciales que a su vez, son proveedores de la empresa diariamente. Por tanto, pueden acceder a negociar con ella y mostrarán una mayor preocupación por el cliente en cuestión.

Con respecto al coste:

- El bono necesita un rating externo, documentación externa y eso es bastante más caro.
- Sin embargo, un préstamo sindicado es mucho más sencillo.

En cuanto a seguimiento, los préstamos son más pesados y los bonos mas light. Los préstamos exigen un calendario de amortización y los bonos se rigen por el pago a vencimiento...

11. A parte de los Créditos Sindicados, ¿qué otras operaciones acordáis con ellos?

El departamento en el que trabajo se encarga de la parte de financiación y la parte de mercado de capitales; bonos (asesoramiento, principalmente), salida a bolsa y, fusiones y adquisiciones (compra-venta de empresas).

Asimismo, indicar que, los préstamos se clasifican en préstamos con recurso y sin recurso. Pues bien, yo me dedico a gestionar los préstamos con recurso que son los que se centran en que la empresa abone su cuantía y si no lo hace, se le reclamará directamente a ella.

Sin embargo, los préstamos sin recurso se basan en los ingresos que genera el propio proyecto. De tal manera que no se puede reclamar al propietario. Por ejemplo, solicitar un préstamo sindicado para;

- La construcción de un parque eólico. Pues bien, los parques eólicos o solares tienen unos ingresos regulados y la operación sindicada se nutre de los ingresos que va a obtener la empresa por el funcionamiento del parque.

- Carreteras de peaje o radiales. En este caso, el crédito sindicado se solicita para financiar la autopista que posteriormente se pagará con la estimación de ingresos que se haga. En el supuesto de que no se cubra la cuantía del préstamo, habrá que ajustarlo.

- Camaretas, centro comercial. Supongamos que el propietario de Camaretas necesita dinero para construirlo y solicita un préstamo al banco. Pues bien, en este caso, empresas como Stradivarius o H & M, que quieren instalarse allí tienen que pagar una renta al dueño de camaretas y, con esas rentas de los inquilinos, el dueño devolverá el importe del préstamo al banco. Es decir, son los ingresos que tiene garantizado el banco.

ANEXO V. Colaboración de Oscar Saiz Porras, Director Financiero de Grupo Antolín.

1. Historia Financiera del Grupo desde su perspectiva. Es decir, que me hable de las diversas fuentes de financiación que utiliza el grupo actualmente, de sistemas de financiación que utilizó en el pasado y ha desechado y cuáles pudieron ser los motivos...

Intentare dar una visión global a la evolución de la financiación del grupo, sin meterme demasiado en las fechas:

Etapa 1. Sindicado

Grupo Antolín suscribió un préstamo sindicado, formado con entidades financieras locales. Los términos del contrato eran muy sencillos, ya que se parecía más a un préstamo bilateral combinado en lugar de un sindicado, salvo por un *covenant* de DFN/EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*) bastante fuerte, y en el que se obligaba a realizar *factoring* sin recurso a final de cada año.

De manera paralela existían diversas líneas de crédito, y de descuento de efectos o *factoring* con recurso. De manera puntual y debido al sindicado, se emitían remesas de descuento sin recurso, con el fin de mejorar la imagen de balance (venta directa de las carteras de clientes, a tipos ordinarios de mercado más una comisión por la venta de riesgo, de este modo aumenta la liquidez del grupo, y no aparece como deuda financiera; todo ello ayuda a cumplir el *covenant*. Es una manera de dar negocio a las entidades, y que era bastante normal, solo se media al cierre del ejercicio con las cuentas auditadas (esto ha cambiado en la actualidad).

Etapa 2. Sindicado.

Esta etapa es similar a la anterior, pero supuso una extensión de la deuda del anterior sindicado, además de nuevos tramos al que se unieron más entidades de nivel nacional. Se flexibilizaron los *covenants* (año 2008).

Las líneas de crédito y *factoring* se empleaban del mismo modo.

El antiguo *factoring* bilateral paso a ser un *factoring* sindicado, en el que toda la operatoria se hacía a través de un agente, y al que se podían adherir nuevas entidades o ampliar los tickets que ya tenían, una vez al año.

Etapa 3. Diversificación de la financiación

Grupo Antolín obtiene financiación de organismos públicos, que intentan potenciar la inversión en determinadas zonas geográficas. La época de crisis constató la vulnerabilidad de la banca española, y cómo el tener financiación a corto plazo, suponía dificultades para Grupo Antolin. Por ello, se suscribió un *Bridge loan*, cuyo objetivo era:

- a) Cancelar toda la deuda circulante, tanto de cuentas de crédito como *factoring*
- b) Servir de puente hasta que se sacase el bono en el mercado. Los fondos obtenidos por la colocación del bono tendrían como destino cancelar el préstamo *bridge*. Adicionalmente se suscribió un préstamo de 200m, para ayudar a cancelar la deuda y otorgar liquidez al grupo, todo ello en un momento expansivo del crecimiento orgánico.

Bono. Marzo 2014

La financiación obtenida de los mercado de *High Yield* es bastante “especial” en tanto en cuanto es un mercado que se cierra y se abre con gran celeridad, y que en circunstancias de crisis bancaria, suelen ser mercados muy activos de cara a obtener grandes rentabilidades para los tenedores de fondos. Un fondo *High Yield*, supone que se obtiene un “préstamo” pagándose un cupón (interés) con una periodicidad (en nuestro caso semestral), y en el que el inversor, como prueba de pago, obtiene la garantía o prenda de las acciones de la empresa. La característica principal de estos títulos es su transferibilidad en un mercado regulado secundario.

Toda la información para los inversores, antes de salida del bono, está incluida en un *offering memorandum*, en el que se incluye información histórica de la compañía, planes de negocio, y características del bono.

Un bono, te permite mucha más flexibilidad, ya que a pesar de que existe un amplio clausulado, a veces muy complejo, casi todo viene a decir: se puede hacer esto, siempre y cuando, no se incumplan los *covenants* financieros (medidos trimestralmente). Si bien, existen restricciones que pueden ser compensadas por “baskets”, ejemplo: no se puede realizar el reparto de dividendos año a año superior a €XM, salvo que no se haya distribuido en años anteriores, en cuyo caso podrá distribuirse el total del no distribuido pero que estaba permitido.

La desventaja de los bonos, es que su emisión requiere unos sobre costes muy importantes en temas de: agencias de rating, abogados, auditores, consultores especiales, entidad colocadora... pero da una estabilidad debido a la estructura a largo plazo. Adicionalmente, exige que se hagan revisiones cada cuatrimestre sobre las cifras. En contra posición, las entidades financieras, tienen un trato más día a día, pero de comercio, y sólo se les presenta resultados una vez al año.

SFA e ICA

Como indicaba en el punto b), adicionalmente al bono se emitió un nuevo sindicado, llamado *Senior Facility Agreement*. Y también un *Inter Creditor Agreement*. Para todos los inversores que apuestan por una sociedad, la seguridad del capital invertido es muy importante, y ayuda a tener tipos de interés inferior. El ICA supone, que las principales deudas suscritas por Grupo Antolin (Bono, Sindicado-SFA y Organismos Públicos) comparten garantías, de modo que las tres adquieren la categoría de *Senior* y son prioritarias ante cualquier otra deuda subordinada (clausula *pari passu*).

Una peculiaridad: la firma de un ICA, supone que si por cualquier cosa una de las *Senior Debt* (bono, SFA u Organismos públicos) entrase en *default*, automáticamente todas las demás entran en *default*.

El sindicado se divide en dos partes: un préstamo y una línea de crédito. Y tiene *covenants* idénticos al bono, al tratarse de una deuda que comparte las mismas características de seguridad.

Etapa 4. Adquisición Magna Junio 2015

Un año después de la emisión del primer bono, y debido a la situación del mercado, se adquirió la división del interior de Magna. Para lo cual además de recursos propios se buscó financiación externa, con el fin de apalancar la adquisición. Esta financiación externa fue:

- Emisión de un nuevo bono
- Ampliación y extensión del calendario de repagos del SFA anterior

Este bono, tenía el mismo planteamiento que el anterior; si bien la razón por la que el tipo final es superior es precisamente por la incertidumbre de los inversores para el destino de la financiación (el anterior era cancelar deuda, y el modelo de negocio era idéntico; en este nuevo, el destino era adquirir una empresa con un volumen de ventas idéntico... y existía el riesgo de que las pérdidas pudiesen arrastrar a todo el grupo).

Para esta adquisición, se tuvo que hacer un *waiver* (permiso para incumplir un *covenant*), que modificó los *covenants* del bono anterior, todo ello con el fin de dar más flexibilidad a los ratios, y para evitar el problema que tenía de adquisiciones importantes.

Etapa 5. Cancelación de bono Marzo 2017

Los bonos tienen una peculiaridad; no permiten la cancelación anticipada durante los 2 primeros años (salvo que se pague una comisión tan alta que lo desaconseja); a partir de entonces, la comisión es descendiente hasta el 5º año (a partir de ese momento es 0).

Dada la situación del mercado de bonos, todo hacia apuntar que podríamos sacar un bono a un tipo muy inferior al primero que emitimos.

Por ello, se analizó cual sería el coste de emisión de un nuevo bono (teniendo en cuenta la comisión de cancelación llamada *call cost*) y se comparó con los costes que soportábamos con el anterior. El ejercicio constató que en dos años, el sobre coste que se pagaba por la *call cost* era compensado por la reducción en los intereses.

2. ¿Pretende seguir financiándose de esta forma a largo plazo o ha barajado nuevas alternativas?, ¿cuáles son sus objetivos financieros?...

En esencia, a lo largo de la historia, hemos aprendido que hay que tener abierto todos los canales de financiación y no cerrar, ni depender de uno solo.

Nuestros objetivos en términos de deuda son:

- Refinanciar la deuda (y adquirir nueva si el Business Plan lo exige) para que en ningún caso se produzcan desequilibrios en el corto plazo, por ello intentamos que se refinancien al menos un par de años antes de que sean considerados corto plazo. Vida de los bonos 7 años (pagadero el principal al final de la vida), vida del SFA de 5 años con amortizaciones crecientes (con carencia de capital de un año).
- Segmentar las fuentes de financiación de manera equitativa:
 - Mercado de Bonos
 - Entidades Financieras
 - Organismos Públicos

El modelo de financiación de Antolin es totalmente centralizado, y es Irausa (la matriz) la que toma la deuda (o garantías bancarias), para prestársela a sus filiales. Y solo puntualmente, se permite a algunas sociedades (especialmente *Joint ventures*, debido al acuerdo de financiación) tomar deuda bancaria directa (generalmente a través de cuentas de crédito).

En los primeros dos bonos, debido a la peculiaridad del mercado nos vimos obligados a emitirlo desde Holanda, ya que hasta hace un año, en España el pago de intereses a los inversores en bonos suponía retenciones por parte del emisor del bono; y sin embargo en Holanda el inversor recibía el total del cupón (o interés).

3. Los covenants, ¿cree que son muy estrictos?, ¿deberían ser más flexibles?...

Tanto un préstamo sindicado como un bono tiene una máxima, y es el cumplimiento de los *covenants* financieros, a parte del clausulado especial que pueda acordarse (reparto de dividendos, desinversión, adquisiciones, etc); en caso de incumplimiento de los mismo la deuda entra en Default.

Son pactados entre las partes, y son determinados en función del *business plan* que se presenta, por ello es muy importante analizarlo con detalle, y sopesar que posibilidades de riesgo hay con el fin de darle flexibilidad suficiente. Los ratios DFN/EBITDA y EBITDA/Gasto Financiero son los tomados como referencia principal dentro de la mayoría de los *covenants* financieros; ya que indican con claridad la capacidad de repago que tiene la empresa (caso A), y la capacidad de repago del servicio de la deuda (Caso B).

Aquí puedes ver el clausulado de un *covenant* financiero sin cumplimentar, pero te da una idea de en qué términos viene indicado en un Sindicado:

The Senior Facilities Agreement contains financial covenants that require the Group to ensure that:

- the ratio of Adjusted EBITDA to Financial Expenses in respect of each Relevant Period set out in Column 1 below shall not be less than the ratio set out in Column 2 below opposite that Relevant Period:

<u>Column 1 Relevant Period (ending)</u>	<u>Column 2 Interest Cover Ratio</u>
March 31, 2015	:1
June 30, 2015	:1
September 30, 2015	:1
December 31, 2015	:1
March 31, 2016	:1
June 30, 2016	:1
September 30, 2016 and each Relevant Period thereafter	:1

- the ratio of Net Financial Indebtedness as at the end of each Relevant Period set out in Column 1 below to Adjusted EBITDA in respect of such Relevant Period shall not exceed the ratio set out in Column 2 below opposite that Relevant Period:

<u>Column 1 Relevant Period (ending)</u>	<u>Column 2 Adjusted Leverage Ratio</u>
March 31, 2015	:1
June 30, 2015	:1
September 30, 2015	:1
December 31, 2015	:1
March 31, 2016	:1
June 30, 2016	:1
September 30, 2016 and each Relevant Period thereafter	:1

4. Ventajas e inconvenientes del préstamo sindicado

Ventajas de un sindicado, son las ordinarias que pueden percibirse:

- Permite llegar a niveles de financiación muy relevantes, a los que una única entidad financiera no podría llegar.
- Se establece un único agente, con el que se entabla toda la relación y flujo de información
- Consenso de todas las partes, en el clausulado

Desventajas de un sindicado:

- Acuerdos complicados al intentar alinear muchos actores en el mismo contrato
- En el fondo son entidades financieras, y es un canal de financiación, que aunque es difícil se cierre, depende mucho de los ciclos económicos.
- Coste y comisiones superiores a un préstamo ordinario.

Desde un punto de vista financiero lo importante es el plan financiero anual, y el que se recoge en el Business plan, y con ello poder analizar el cumplimiento de los *covenants* (incluso considerando los repartos de dividendos).