



## R. Berasategui y A. Barro

Socio responsable y asociado senior, respectivamente, del departamento Bancario y Financiero de Watson Farley & Williams Spain

Al auge de los bonos de proyecto para la financiación de activos renovables en España han contribuido a la mayor confianza en el nuevo marco retributivo o la progresiva reducción de los plazos y costes de la transacción

# ‘Project Bonds’: últimos desarrollos en renovables en España

En los últimos tiempos hemos asistido al esperado auge de los bonos de proyecto para la financiación y refinanciación de activos de energías renovables en España, en particular, en el subsector de los proyectos fotovoltaicos.

A ello han contribuido una serie de factores como son la mayor confianza en el nuevo marco retributivo o la progresiva reducción de los plazos y costes de la transacción, pero también la confluencia de una serie de ventajas específicas para las distintas partes implicadas. Así, la estabilidad en los ingresos y rentabilidades -regulador mediante- para los inversores; la obtención de una financiación a un tipo fijo competitivo y a un plazo difícil de conseguir a través de un *project finance* tradicional para los promotores; o la posibilidad de *liberar balance* a la vez que obtener interesantes rendimientos vía comisiones, en el caso de los bancos coordinadores.

Mención especial para entender el gran momento que vive este tipo de operaciones merece el creciente *apetito* por este producto entre inversores institucionales que, sin perjuicio de la posibilidad de tomar participaciones en un *project finance* convencional, se encuentran particularmente *cómodos* en el mercado de bonos, realizándose colocaciones privadas entre los mismos para su negociación en sistemas multilaterales de

negociación (SMNs), lo que evita la necesidad de publicar folleto informativo. De entre estos SMNs destaca, por sus bajos costes y por la simplicidad de su proceso de admisión, el conocido como *quotation board* de la Bolsa de Fráncfort, siendo ésta la opción mayoritariamente elegida en los últimos tiempos.

En cuanto a la estructuración societaria de este tipo de operaciones, el esquema predominante hasta ahora ha sido el llamado de *Doble Luxco*, consistente en la interposición de una sociedad adicional también luxemburguesa (*Luxco 2*), entre la tenedora de las acciones (*Luxco 1*) del vehículo financiado y los socios promotores.

La ley de Luxemburgo de 5 de agosto de 2005, relativa a acuerdos de garantía financiera, posibilitó, además de la ejecución de la prenda como garantía financiera, que los derechos de voto asociados a las acciones, incluyendo los relativos a los de remoción y designación de administradores, fuesen asignados al acreedor pignoraticio incluso antes de la ejecución de la prenda, sujeto normalmente al acaecimiento de ciertos eventos como el intento de migración hostil de la *holding* o la apertura de acciones de salvaguarda en la jurisdicción de la sociedad vehículo que pudieran obstaculizar la ejecución de las acciones.

Adicionalmente, con la interposición de la *Luxco 2* se consigue mantener Luxemburgo como jurisdicción competente

para la ejecución de las acciones de la *Luxco 1*, evitando así la aplicación de una moratoria en la ejecución de la prenda sobre las acciones, tanto de la sociedad vehículo como de la *holding*, de la cual se pudiesen beneficiar los socios -que, por ejemplo, en el caso de Francia podía extenderse hasta los 18 meses-.

Por su parte, constituyendo la sociedad emisora de los bonos en Luxemburgo, los promotores españoles consiguen evitar, por un lado, las retenciones fiscales en los pagos a los bonistas que en España eran aplicables a las sociedades no cotizadas y, por otro lado, la rigidez formal del proceso de emisión español.

Sin embargo, la implantación de la estructura de *Doble Luxco* requiere la dedicación de sustanciales recursos de cara al mantenimiento del centro de intereses principales en el citado país -a través de la implementación de una estructura corporativa real en el mismo, lo que conlleva el mantenimiento de una oficina física propia, gestores residentes o apertura de las cuentas bancarias operativas de la sociedad en el mismo, costes de auditoría, en su caso, y en general la aplicación de los requisitos corporativamente exigibles a las sociedades luxemburguesas-, además de los costes transaccionales adicionales en términos de asesores que siempre supone la interacción con una jurisdicción tercera.

Además, y a pesar de las precauciones tomadas en el establecimiento de un centro de decisiones efectivo en Luxemburgo, nunca puede descartarse del todo el riesgo de redomiciliación a España de las sociedades con sede en Luxemburgo y la consiguiente reliquidación del Impuesto de Sociedades.

Por otro lado, el legislador español ha realizado apreciables aportaciones en aras a reducir las desventajas que ciertamente suponía para este tipo de operaciones la emisión desde un

vehículo español. En este sentido, la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, equiparó las sociedades no cotizadas a las cotizadas en lo que se refiere a la exención de la obligación de retener en el pago de intereses de los bonos a bonistas extranjeros.

Asimismo, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, eliminó de forma definitiva para las sociedades anónimas la limitación de emitir obligaciones por un importe superior al 50 por ciento de sus recursos propios, y abrió de nuevo a las sociedades de responsabilidad limitada la posibilidad de emitir obligaciones sujetas a la limitación de importe anteriormente vigente para las sociedades anónimas.

Finalmente, y con ese mismo ánimo de facilitar el acceso de las empresas españolas a los mercados de capitales, la Ley 5/2015 supuso una mayor simplificación en cuanto a las formalidades de la emisión para los emisores españoles, al (i) eliminar el requisito de publicación en el *Borme* y de inscripción de la escritura de emisión con carácter previo a la puesta en circulación de las obligaciones; y (ii) suprimir la obligación de nombrar comisario y constituir sindicato de obligacionistas cuando, entre otros casos, las obligaciones estén sometidas a legislación de un país miembro de la UE o la OCDE -típicamente, la inglesa- o estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación no español.

Así pues, si bien no se puede hablar de una superación de la estructura de *Doble Luxco*, sí ha dejado de ser un dogma inatacable que las partes involucradas deberán ponderar en cada transacción atendiendo a los costes asociados a dicho esquema y las ventajas procesales reales que puedan apreciarse respecto a una estructura doméstica.

## **R. Berasategui y A. Barro**

Socio responsable y asociado senior, respectivamente, del departamento Bancario y Financiero de Watson Farley & Williams Spain

El legislador español ha realizado apreciables aportaciones con el objetivo de reducir las desventajas que ciertamente suponía para este tipo de operaciones -‘projects bonds’- la emisión desde un vehículo español