

El préstec participatiu en el finançament de la PIME

Col·lecció de guies d'innovació i desenvolupament empresarial

Evolution del euro

21 de febrero.

ro (escala izquierda)

■ Dólar/euro (escala derecha)



El préstec participatiu en el finançament de la PIME



Bustos, Elisabeth

El Préstec participatiu en el finançament de la PIME. _ (Col·lecció de guies d'innovació i desenvolupament empresarial)

A la part superior de la portada: CIDEM. _ Bibliografia

I. Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial, Catalunya II.

Catalunya. Departament de Treball i Indústria III. Fondo Social Europeo

IV. Títol V. Col·lecció: Col·lecció de guies d'innovació i desenvolupament empresarial

1. Préstecs participatius _ Espanya 2. Empreses petites i mitjanes _

Espanya _ Finançament

347.755:658.14(460)

El text pot ser reproduït totalment o parcialment prèvia autorització del Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial (CIDEM). Pel que fa al disseny gràfic i artístic, es reserven tots els drets.

© Generalitat de Catalunya
Departament de Treball i Indústria
Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial (CIDEM)
Passeig de Gràcia, 129. 08008 Barcelona
Tel. 93 476 72 00
www.cidem.com

Autora: Elisabeth Bustos
Coordinació i autoria del capítol 5.4: CIDEM

Editat per: CIDEM
Disseny i realització: www.espaigrafic-disseny.com

1a edició: març 2006
Tiratge: 1.500 exemplars
Dipòsit Legal: B-XX.XXX-2006

Amb la col·laboració de:

aeca
Asociación Española de Contabilidad
y Administración de Empresas

E
ENISA

icf

Institut Català
de Finances

Agraïments

Un llibre mai no és l'obra d'una persona sola, sobretot si és de contingut tècnic com aquest. És per aquest motiu que m'agradaria mostrar la meva gratitud a tots aquells que, d'alguna manera, han col·laborat en l'elaboració d'aquest treball.

A Antonio Cano, d'ENISA, i a Agustí Segarra, del CIDEM, per encarregar-me la realització d'aquest llibre.

A José Luis Lizcano, d'AECA, per continuar confiant en mi.

A totes les persones que treballen a ENISA, per l'amabilitat amb què m'han tractat sempre. Especialment a Pedro Granado i a Fernando Revuelta, per dedicar-me el seu temps i facilitar-me la informació que necessitava.

A Sara Sanz, del CIDEM, que va tenir l'habilitat de resoldre amb una paciència infinita els problemes contractuals perquè es publicués aquest llibre.

A Roger Piqué, del CIDEM, perquè més que el meu punt de suport ha estat el meu punt de palanca. Gràcies, Roger.

A tots els professionals del préstec participatiu que vaig abordar per telèfon i, sense conèixer-me, em van dedicar el seu temps i em van donar informació.

Als meus pares, pel seu suport incondicional, des de sempre.

I, finalment, a Gregorio, el meu marit, per haver-me acompanyat durant tot aquest temps.

A tots ells, el meu agraïment més sincer.

Índex

Introducció	6
1. Aspectes legals del préstec participatiu	8
1.1 Introducció	8
1.2 Préstec participatiu: antecedents i regulació	10
1.3 Anàlisi de l'article 20 del real decret llei 7/ 1996	14
1.3.1 Elements personals	14
1.3.2 Remuneració: modalitats i límits	14
1.3.3 Prelació en el cobrament: naturalesa subordinada	16
1.3.4 Amortització anticipada	17
1.3.5 Consideració de patrimoni comptable	19
1.3.6 Deduïbilitat dels interessos	21
2. Consideracions comptables del préstec participatiu	22
2.1 Introducció	22
2.2 El tractament comptable del préstec participatiu en el pla general de comptabilitat	24
2.3 Implicacions comptables del préstec participatiu com a patrimoni comptable de l'entitat prestatària	26
3. Implicacions fiscals del préstec participatiu	28
3.1 Introducció	28
3.2 Tributació directa	30
3.3 Tributació indirecta	33
3.4 Efecte fiscal del préstec participatiu intragrup	33
3.5 Requalificació fiscal del préstec participatiu	35
4. El préstec participatiu a la llei concursal 22/2003 de 9 de juliol	38
4.1 Introducció	38
4.2 Aspectes rellevants de la llei concursal 22/2003	40
4.3 Anàlisi específica del préstec participatiu en el concurs	44
4.3.1 Anàlisi del préstec participatiu en el conveni	48
4.3.2 Anàlisi del préstec participatiu a la liquidació	49
4.4 El préstec participatiu com a instrument de finançament en el pla de viabilitat de la llei concursal 22/2003	54

5. El mercat dels préstecs participatius	62
5.1 Introducció	62
5.2 Aspectes generals	64
5.3 Entitats concedents: aspectes específics	67
5.3.1 Societats vinculades a l'administració pública	67
5.3.2 Societats de capital risc	75
5.4 El préstec participatiu a Catalunya	79
5.4.1 CIDEM (Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial)	79
5.4.2 Institut Català de Finances (ICF)	83
5.4.3 Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona	85
6. Anàlisi financera	88
6.1 Introducció	88
6.2 Determinació de l'interès participatiu segons els diferents mètodes utilitzats pel mercat	90
6.2.1 Anàlisi dels mètodes basats en el benefici	90
6.2.2 Anàlisi dels mètodes basats en la xifra de negoci	93
6.3 Anàlisi financera del tipus d'interès nominal	94
6.4 Tae i cost real del préstec participatiu	96
6.5 Implicacions del préstec participatiu en les variables empresarials	97
6.5.1 Préstec participatiu i ràtio d'endeutament	97
6.5.2 Préstec participatiu i fons de maniobra	99
6.5.3 Préstec participatiu i resultat net	100
6.5.4 Préstec participatiu i liquiditat	101
7. Anàlisi comparativa davant d'altres figures de finançament	102
7.1 Introducció	102
7.2 El préstec participatiu enfront del préstec ordinari	104
7.3 El préstec participatiu enfront del capital risc	107
8. Guia ràpida	110
9. Referències bibliogràfiques	118

El llibre que ara mateix teniu a les mans respon a la necessitat d'establir un referent de consulta que agrupi en un volum únic totes les preguntes, els dubtes i les característiques referents al préstec participatiu. Atesa la inexistència d'estudis detallats sobre aquest producte, i fins i tot la manca d'una jurisprudència exhaustiva pel que fa al darrers canvis legislatius, com ara la nova llei concursal, i el ràpid desenvolupament del mercat financer, aquesta guia no es limita només a recollir dades i informació, sinó que formula noves propostes i es postula sobre l'evolució d'un producte amb un futur molt prometedor.

La guia pretén ser un mecanisme de difusió del préstec participatiu, dins l'objectiu del CIDEM de proposar sistemes innovadors d'inversió, flexibles i àgils, que permetin a les empreses adoptar nous mecanismes de finançament. Atesa la importància creixent d'aquest instrument i la manca d'informació disponible, hem volgut fer un esforç per preparar un estudi extens de les característiques del préstec participatiu com a instrument financer. A les pàgines següents trobareu analitzada en detall la seva articulació, els aspectes fiscals que l'afecten, l'entorn legislatiu del producte, la comparativa entre aquest producte i altres vehicles d'inversió i l'ús que actualment s'està donant al préstec participatiu, entre altres aspectes d'interès. Addicionalment, per tal de facilitar-ne la lectura, hem inclòs com a capítol final una guia de lectura ràpida, on condensem en poques pàgines els elements més destacats d'aquesta figura.

El préstec participatiu és un instrument financer que està sortint poc a poc de l'anonimat. Partint d'una situació i utilització limitada com a mecanisme d'actuació urgent davant entorns industrials en crisi, l'èxit del producte ha provocat la seva expansió cap a nous àmbits i necessitats. Cada cop són més els inversors privats, els fons de capital risc o les entitats públiques que es plantegen l'ús d'aquest producte per escometre les seves inversions. Així mateix, en un canvi més proper en el temps, s'ha passat d'un ús inicial focalitzat en inversions mitjanes i grans, a començar a realitzar les primeres proves; el CIDEM ha estat pioner en aquest sentit, utilitzant-lo per cobrir les necessitats de creixement de les empreses en fases inicials de vida.

Els avantatges que aquest producte ofereix, tant per a l'inversor com per a l'empresa, són molt interessants. D'una banda, ofereix a l'inversor més liquiditat en les seves inversions, costos inferiors d'anàlisi i seguiment del projecte, alhora que obre opcions a nous i sofisticats sistemes d'inversió que permeten utilitzar el préstec participatiu de manera complementària a d'altres vehicles més coneguts d'inversió. Per part de l'empresa, l'avantatge encara pot ser més significatiu. El préstec participatiu és un deute subordinat, sense garanties, que allunya els supòsits de dissolució i reforça l'estructura financera de l'empresa. A més a més, és un mecanisme menys intrusiu, ja que no implica la cessió de participacions o accions a l'inversor, fet que també agilitza i facilita el procés de negociació i contractació.

Aquesta guia que el CIDEM, en col·laboració amb ENISA, ICF i AECA, posa a la vostra disposició, s'adreça a inversors, empreses i emprenedors i, en definitiva, a totes aquelles entitats o persones interessades pel mercat de la inversió en empreses no cotitzades. Esperem que us sigui d'utilitat.

CIDEM

1 Aspectes legals del préstec participatiu

1.1 INTRODUCCIÓ

El préstec participatiu és una autèntica operació de préstec, negociada entre dues parts i instrumentada en la seva pòlissa o escriptura corresponents. Tanmateix, les característiques legals d'aquesta figura confereixen al préstec participatiu una naturalesa pròpia, difuminada entre els recursos propis i els recursos aliens que el converteixen en un instrument de finançament substancialment diferent dels préstecs tradicionals.

En aquest capítol mostrarem els orígens del préstec participatiu, com també l'evolució en el nostre ordenament d'aquest préstec innovador. L'estudi es completarà amb una anàlisi minuciosa de les característiques legals del préstec participatiu descrites en l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, actualment en vigor.

- 1.1 Introducció
- 1.2 Préstec participatiu: antecedents i regulació
- 1.3 Anàlisi de l'article 20 del Reial Decret Llei 7/1996



1.2

Préstec participatiu: antecedents i regulació

Els antecedents del préstec participatiu es troben en dues figures sorgides als EUA: els bons renda (income bonds), apareguts a finals del segle XIX com a conseqüència de la crisi dels ferrocarrils i la remuneració dels quals està condicionada als beneficis de l'emissor, i els préstecs o bons subordinats (subordinated loans), sorgits durant la gran crisi del 1929. Totes dues figures van estar lligades, a l'origen, a processos de reconversió industrial, i la primera, en la pràctica, té la consideració de fons propis per raó dels llargs venciments de les seves emissions¹.

Posteriorment, durant la segona meitat del segle XX, el préstec participatiu es va implantar a Europa. França fou un dels primers països a definir les característiques legals d'aquest instrument en la Llei, de 13 de juliol de 1978, relativa a l'orientació de l'estalvi cap al finançament de les empreses.

Fou precisament la regulació gal·la la que va influir més en la legislació espanyola d'aquest instrument financer. De fet, el legislador espanyol del 1983 traduï, de manera gairebé literal, la normativa francesa en matèria de préstecs participatius.

La regulació jurídica espanyola dels préstecs participatius tingué el seu origen en el Reial decret llei 8/1983, de 30 de novembre, sobre reconversió i reindustrialització, que adreçava aquesta figura a les empreses de sectors «en una situació de crisi d'una gravetat especial i la recuperació de la qual es consideri d'interès general» (article 1). Posteriorment, l'article 11 de la Llei 27/1984, de 26 de juliol, sobre reconversió i reindustrialització substituï l'antecedent del Reial decret llei 8/1983, de redacció idèntica, i definí les característiques d'aquests préstecs, dins de les quals preveia la possibilitat d'entitats públiques o privades de concedir préstecs a empreses en procés de reconversió i permetia que els prestamistes participessin dels beneficis de l'empresa prestatària amb independència de l'interès pactat en el préstec.

El quadre 1 mostra la llei francesa del 1978, encara en vigor, i la derogada llei espanyola del 1984, que és l'origen dels préstecs participatius al nostre país.

Llegint el quadre 1, es poden observar les similituds i les diferències entre totes dues lleis, i entre aquestes diferències ens sembla interessant ressaltar la que fa referència a l'exigència de la llei espanyola de compensar l'amortització anticipada del préstec amb una ampliació dels fons propis del mateix import, una qüestió que abordarem en profunditat més endavant.

D'altra banda, cal destacar que l'article 11 de la Llei 27/1984, de 26 de juliol, no va introduir la figura del préstec participatiu en el nostre ordenament d'una manera genèrica, sinó exclusivament amb caràcter sectorial i adreçat a les empreses en procés de reconversió i reindustrialització, és a dir, a empreses generalment en crisi que necessitaven una forma especial de finançament. No hi ha dubte que aquest instrument de finançament va comportar un gran avantatge per a les empreses a les quals s'adreçava el préstec participatiu, però també va afavorir l'Administració, que, tot i que va assumir el risc d'impagament, va poder substituir les ajudes necessàries en forma de subvencions a fons perdut per un finançament recuperable.

No obstant això, la norma esmentada, vinculada a la Llei de pressupostos generals de l'Estat, es va promulgar amb un horitzó temporal limitat al període del procés de reconversió i reindustrialització, de tal manera que els préstecs participatius van sorgir a Espanya amb un objectiu molt concret i durant un període molt limitat.

Altres normatives de l'època referents als préstecs participatius foren el Reial decret 876/1984, en el qual es preveia la possibilitat de convertir en préstecs participatius els altres préstecs de l'empresa prestatària, i el Reial decret 2001/1984, pel qual es regulaven les condicions dels préstecs concedits pel Banc de crèdit oficial.

A la dècada dels anys noranta es produí un canvi d'orientació d'aquest instrument financer. L'Ordre de 8 de maig de 1995, en la qual es recollien les bases i els procediments per a la concessió d'ajuts i accions de foment en el context de l'ano-

¹ L'emissió el 1863 d'Elmyra i Williamsport Railroad fou a un venciment de mil anys.

Quadre 1 Comparació entre la legislació francesa i la legislació espanyola inicial

LLEI 78-741, de 13 de juliol (França)

LLEI 27/1984, de 26 de juliol (Espanya)

Art. 24 L'Estat, sota els articles del 30 al 33, els establiments financers, els establiments de crèdit amb estatut legal especial, els bancs, les societats comercials i les societats i les mútues d'assegurances poden concedir sobre els seus recursos disponibles a llarg termini ajuts a les empreses industrials i comercials sota la forma de préstecs participatius, regulats per aquest títol.

Art. 11 1. Les entitats públiques o privades poden concedir préstecs de caràcter participatiu, en els quals, amb independència del pacte d'interessos, s'acordi la participació del creditor en el benefici net del deutor.

SECCIÓ I. Règim general

Art. 25 Els préstecs participatius s'inscriuen en una línia especial del balanç de l'organisme que el concedeixi i de l'empresa que el rebí.

Són, respecte a la situació financera de l'empresa que se'n beneficia, assimilats als fons propis.

Art. 26 En cas de liquidació o liquidació judicial de l'empresa deutora, els préstecs participatius no poden ser desemborsats fins que no s'hagin satisfet completament tots els altres creditors privilegiats. Els titulars d'aquest préstec són del mateix rang.

Art. 27 En cas de dissolució judicial de l'empresa deutora, el reemborsament dels préstecs participatius i el pagament de les remuneracions previstes seran suspesos durant tota la durada de l'execució del conveni.

Quan l'empresa deutora sigui objecte d'un procés de suspensió provisional de pagaments, el reemborsament dels préstecs participatius i el pagament de les remuneracions previstes seran suspesos durant tot el període necessari per a la realització dels contractes signats per l'empresa deutora respecte als creditors en el moment de l'homologació del pla.

Art. 28 L'interès fix del préstec participatiu es pot augmentar en les condicions establertes pel contracte, especialment a través d'una clàusula de participació en el benefici net del prestatari.

Quan s'hagi previst una clàusula de participació, aquesta participació s'exerceix sota la forma d'un descompte prioritari sobre el benefici distribuïble abans que qualsevol altra afectació i és aprovada pels socis.

Art. 29 Per determinar els beneficis imposables a l'impost sobre la renda o a l'impost de societats, la deducció de les sumes basades en la remuneració dels préstecs participatius, només s'admet el límit fixat per l'article 39.1.3 del Codi general d'impostos.

2. Els préstecs esmentats tenen les característiques següents:

a) L'entitat que concedeix el préstec participa en els beneficis líquids, amb independència del fet que, a més a més, s'acordi un interès fix.

b) El prestatari no pot anticipar l'amortització d'aquests crèdits, excepte que aquesta amortització anticipada es compensi amb una aportació equivalent de fons propis, quan aquesta aportació no provingui de la regularització d'actius. En cap cas l'amortització anticipada del crèdit participatiu no pot alterar la relació que hi hagi entre els recursos propis i els recursos aliens.

c) Els préstecs participatius s'han d'inscriure en una línia especial del balanç del prestamista i del prestatari, i tenen la consideració de fons propis per apreciar la solvència de l'empresa deutora, tot i que els interessos i, també, la participació prevista en l'apartat a es consideren partida deduïble, a l'efecte de la base imposable de l'impost sobre societats.

d) Amb vista a la prelación de crèdits, els creditors per préstecs participatius se situen després dels creditors comuns. Els crèdits participatius són del mateix rang.

SECCIÓ II. Els préstecs participatius acordats per l'Estat

Art. 31 L'atorgament de préstecs participatius per l'Estat està subordinat a compromisos concrets i datats de la part prestatària en matèria industrial i comercial, com també en matèria financera. Si el contingut o el termini del contracte no es respecta, s'exigeix el reemborsament del préstec, excepte en el cas previst en l'article 27 esmentat.

Art. 32 L'interès fix del préstec participatiu augmenta, dins de les condicions determinades pel contracte, pel joc d'una clàusula de participació sobre el benefici net del prestatari.

Aquesta participació constitueix una càrrega de l'exercici.

La taxa efectiva global de la remuneració abonada pel prestatari a l'Estat no pot ser inferior a la taxa mitjana dels interessos que remuneren els comptes corrents dels associats de l'entitat prestatària.

menada «Iniciativa Pime» per al període 1995-1999, feia esment expressament dels préstecs participatius com a instrument financer de suport a la pime, desvinculava aquests préstecs de processos de reconversió i els integrava en el conjunt de l'activitat econòmica.

A l'efecte d'aquesta norma, s'entenia que els préstecs participatius eren els que tenien les tres condicions següents:

- Que tinguessin una durada igual o superior a deu anys i fossin considerats d'últim rang.
- Els préstecs l'amortització anticipada dels quals exigís una ampliació de capital simultània i en un import idèntic al del préstec amortitzat.
- Que estiguessin retribuïts mitjançant una fórmula binòmica, formada per un component fix per a tota la vida del préstec i un component variable depenent dels beneficis de l'empresa.

A més a més, l'ordre esmentada establia ajuts i subvencions tant per al component fix de l'interès com per al component variable dels préstecs participatius concedits a pimes en el marc del programa «*Iniciativa Pime*».

En resum, des de la legislació original fins a mitjan dècada dels anys noranta es van promulgar diverses normatives que, d'una manera difusa, feien esment d'aquest instrument com a mecanisme per canalitzar determinades subvencions, i fins a l'any 1996 no es va promulgar la norma que va delimitar les característiques actuals d'aquesta figura de finançament tan singular.

La normativa vigent dels préstecs participatius es troba en el Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, sobre mesures urgents de caràcter fiscal i de foment i liberalització de l'activitat econòmica, i en la posterior Llei 10/1996, de 18 de desembre, de mesures fiscals urgents sobre correcció de la doble imposició interna intersocietària i sobre incentius a la internacionalització de les empreses, que desvincula definitivament els préstecs participatius dels processos de reconversió.

Podríem dir que tota la normativa que regula aquesta figura es redueix, pràcticament, a l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, que defineix els préstecs participatius en els termes següents:

1. *Es consideren préstecs participatius els que tinguin les característiques següents:*
 - a) *L'entitat prestamista percep un interès variable que es determina d'acord amb l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària. El criteri per determinar aquesta evolució pot ser: el benefici net, el volum de negoci, el patrimoni total o qualsevol altre que determinin les parts contractants. A més a més, poden acordar un interès fix amb independència de l'evolució de l'activitat.*
 - b) *Les parts contractants poden acordar una clàusula penalitzadora per al cas d'amortització anticipada. En tot cas, el prestatari només pot amortitzar anticipadament el préstec participatiu si aquesta amortització es compensa amb una ampliació del mateix import dels seus fons propis i sempre que no provingui d'una actualització dels actius.*
 - c) *En la prelación de crèdits, els préstecs participatius se situen després dels creditors comuns.*
 - d) *Els préstecs participatius es consideren patrimoni comptable a l'efecte de reducció del capital i liquidació de societats previstes en la legislació mercantil (modificat per la disposició addicional segona de la Llei 10/1996, de 18 de desembre, atès que en la redacció anterior disposava que «els préstecs participatius tenen la consideració de fons propis a l'efecte de la legislació mercantil»).*
2. *Els interessos meritats, fixos i variables, d'un préstec participatiu es consideren partida deducible a l'efecte de la base imposable de l'impost de societats del prestatari.*

La taula comparativa del Quadre 2 mostra les diferències entre la normativa original i la legislació vigent:

1. En la llei derogada, el préstec participava en els beneficis del deutor, mentre que, en la norma vigent, el concepte de participació s'amplia a l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària.
2. Mentre que la Llei 27/1984 establia l'obligatorietat de comptabilitzar els préstecs participatius en una línia separada del balanç, la normativa actual elimina aquesta obligació.
3. Mentre que l'antiga norma preveia dues figures participatives diferents (préstec i crèdit), la legislació actual, per pur silenci, ha eliminat l'opció dels crèdits participatius.

Quadre 2 Comparació entre la legislació inicial i la vigent

Llei 27/198	<p>1. Les entitats públiques o privades poden concedir préstecs de caràcter participatiu, en els quals, amb independència del pacte d'interessos, s'acordi la participació del creditor en el benefici net del deutor.</p> <p>2. Els préstecs esmentats tenen les característiques següents:</p> <p>a) L'entitat que concedeix el préstec participa en els beneficis líquids, amb independència del fet que, a més a més, s'acordi un interès fix.</p> <p>b) El prestatari no pot anticipar l'amortització dels crèdits esmentats, excepte que aquesta amortització anticipada es compensi amb una aportació equivalent de fons propis, quan aquesta aportació no provingui de regularització d'actius. En cap</p>	<p>cas l'amortització anticipada del crèdit participatiu no pot alterar la relació que hi hagi entre els recursos propis i els aliens.</p> <p>c) Els préstecs participatius s'han d'inscriure en una línia especial del balanç del prestamista i del prestatari, i tenen la consideració de fons propis per apreciar la solvència de l'empresa deutora, malgrat que els interessos i, també, la participació prevista en l'apartat a es consideren partida deduïble, a l'efecte de la base imposable de l'impost sobre societats.</p> <p>d) Amb vista a la prelación de crèdits, els creditors per préstecs participatius se situen després dels creditors comuns. Els crèdits participatius són del mateix rang.</p>
Reial Decret Llei 7/1996	<p>1. Es consideren préstecs participatius els que tinguin les característiques següents:</p> <p>a) L'entitat prestamista percep un interès variable que es determina d'acord amb l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària. El criteri per determinar aquesta evolució pot ser: el benefici net, el volum de negoci, el patrimoni total o qualsevol altre que determinin les parts contractants. A més a més, poden acordar un interès fix amb independència de l'evolució de l'activitat.</p> <p>b) Les parts contractants poden acordar una clàusula penalitzadora per al cas d'amortització anticipada. En tot cas, el prestatari només pot amortitzar anticipadament el préstec participatiu si aquesta amortització es compensa amb una ampliació del mateix import dels seus fons propis i sempre que no provingui de l'actualització d'actius.</p>	<p>c) En la prelación de crèdits, els préstecs participatius se situen després dels creditors comuns.</p> <p>d) Els préstecs participatius es consideren patrimoni comptable a l'efecte de la reducció del capital i la liquidació de societats previstes en la legislació mercantil (modificat per la disposició addicional segona de la Llei 10/1996, de 18 de desembre, atès que en la seva redacció anterior disposava que «els préstecs participatius tenen la consideració de fons propis a l'efecte de la legislació mercantil»).</p> <p>2. Els interessos meritats, fixos i variables, d'un préstec participatiu es consideren partida deduïble a l'efecte de la base imposable de l'impost de societats del prestatari.</p>

4. La diferència més important rau, doncs, en la consideració dels préstecs participatius com a fons propis continguda en la llei derogada, i en la consideració de patrimoni comptable només a l'efecte de reducció de capital i liquidació de societats prevista en la legislació vigent, una qüestió que abordarem més endavant.

Com a recapitulació d'aquest apartat, el quadre 3 mostra els aspectes més rellevants de l'evolució legal del préstec participatiu, des dels seus orígens fins a l'actualitat.

Quadre 3 Evolució de les característiques legals dels préstecs participatius

Condicions del préstec	RD 8/1983	LLEI 27/1984	RD 2001/1984	OM 8/05/1995	RDL 7/1996	LLEI 10/1996
Sistema d'amortització	Lliure	Lliure	Lliure	Lliure	Lliure	Lliure
Termini d'amortització	Lliure	Lliure	Mínim 15 anys	Mínim 10 anys	Lliure	Lliure
Període de carència	Lliure	Lliure	Mínim 3 anys	Lliure	Lliure	Lliure
Interès fix	Lliure	Lliure	Màxim 9 %	Lliure	Lliure	Lliure
Criteri per determinar l'interès variable	Benefici net	Benefici net	Ràtio benefici brut / recursos propis	Benefici net	Lliure	Lliure
Clàusula de cancel·lació anticipada	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Naturalesa subordinada	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Consideració de fons propis	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Deduïbilitat fiscal dels interessos	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

1.3

Anàlisi de l'article 20 del reial decret llei 7/1996

A través d'aquest epígraf farem una anàlisi profunda de les característiques legals en vigor del préstec participatiu. Per facilitar-ne la comprensió, ens hem permès alterar la seqüència seguida pels apartats de l'article 20.

1.3.1 Elements personals

Segons l'apartat a de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, **«l'entitat prestamista percep un interès variable que es determina d'acord amb l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària»**.

D'altra banda, l'apartat b del mateix article estableix que **«el prestatari només pot amortitzar anticipadament el préstec participatiu si aquesta amortització es compensa amb una ampliació del mateix import dels seus fons propis»**.

A més a més, el punt 2 de l'article esmentat indica que **«els interessos meritats d'un préstec participatiu, tant els fixos com els variables, es consideren partida deduïble a l'efecte de la base imposable de l'impost de societats del prestatari»**.

Dels conceptes ressaltats es dedueix que el prestatari ha de ser una empresa i, a més a més, subjecta a l'obligació de tributar per l'impost de societats². Això exclou, implícitament, les persones físiques, perquè no compleixen la doble condició de ser empreses ni estar subjectes a aquest impost. No obstant això, l'article 20 no exigeix explícitament que el prestatari sigui una persona jurídica i, en conseqüència, no hi ha res que impedeixi accedir a un préstec participatiu a aquelles entitats que, tot i no tenir personalitat, estiguin subjectes a l'impost sobre societats, com poden ser, entre altres, les unions temporals d'empreses.

Per tant, poden ser prestataris d'un préstec participatiu, exclusivament, els subjectes passius de l'impost sobre societats, encara que no tinguin personalitat jurídica. D'aquesta manera, en la pràctica trobem que aquests préstecs són utilitzats per empreses, públiques o privades, independentment de la grandària, de la forma societària i de la situació patrimonial concreta que tinguin.

Pel que fa al prestamista participatiu, l'article 20 presenta una ambigüitat notable quan el tracta en termes «d'entitat», de la qual cosa es deriva que hauria de ser una persona jurídica. Tanmateix, no exclou expressament les persones físiques, i aquesta omisió, unida a l'absència de jurisprudència consolidada en la matèria, ha provocat que aquests préstecs siguin concedits per tot tipus de persones, com hem pogut constatar en la pràctica. Més enllà, és una figura molt utilitzada pels propietaris persones físiques per finançar les seves empreses.

A més a més, si considerem que les entitats de crèdit són l'espai habitual dels prestamistes, pot semblar que el préstec participatiu té el seu lloc natural a l'entorn d'aquestes activitats. Curiosament, i amb alguna excepció, el préstec participatiu és l'únic préstec que no és aportat directament per entitats de crèdit, perquè, com explicarem més endavant, el risc elevat que comporta aquest instrument financer l'exclou de la cultura de negoci que tenen les entitats esmentades.

1.3.2 Remuneració: modalitats i límits

La retribució especial del préstec participatiu queda establerta en l'apartat a de l'article 20: **«L'entitat prestamista percep un interès variable que es determina segons l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària. El criteri per determinar aquesta evolució pot ser: el benefici net, el volum de negoci, el patrimoni total o qualsevol altre que determinin les parts contractants. A més a més, poden acordar un interès fix amb independència de l'evolució de l'activitat.»**

Del conjunt d'aquest apartat es dedueix que l'interès del préstec participatiu es pot descompondre en dos trams, un de variable i un de fix. Tanmateix, i atenent la se-

² Els subjectes passius d'aquest impost s'enumeren en l'article 7 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats, amb excepció expressa de les societats civils, definides com aquelles societats que, malgrat que tenen una activitat lucrativa, aquesta activitat no constitueix exercici del comerç.

va redacció, l'article 20 estableix imperativament que aquests préstecs han de contenir, necessàriament, un interès variable vinculat a l'evolució de l'activitat de l'empresa, és a dir, exigeix que com a mínim una part de la seva remuneració participi de l'evolució positiva de la prestatària; per tant, aquest tram es podria considerar interès participatiu. Aquesta denominació alternativa s'ajustaria estrictament a la seva definició i, al mateix temps, s'eliminaria la confusió que pot provocar l'associació d'aquest interès amb un índex de mercat, com passa amb els préstecs ordinaris a interès variable.

L'interès participatiu és precisament la característica que determina la naturalesa d'aquest préstec, és a dir, la particularitat de la qual deriven les altres característiques pròpies del préstec participatiu. En conseqüència, només es pot dir que un préstec és participatiu quan incorpori un interès vinculat a l'activitat de l'empresa prestatària i, en aquest cas, aquesta denominació arrossega en cascada la resta de característiques legals d'aquesta figura especial.

Pel que fa a l'elecció del criteri que permeti determinar el tram participatiu, l'article 20 deixa plena llibertat a les parts per acollir-se a qualsevol referència empresarial i, simplement, es limita a esmentar tres exemples: el benefici net, el volum de negoci i el patrimoni total. Com a conseqüència d'aquesta permissivitat legal, no hi hauria impediments a acceptar un interès participatiu pactat sobre el nivell d'endeutament de l'empresa, l'evolució del fons de maniobra, la xifra de recursos propis abans o després de dividends, el resultat de les activitats ordinàries, el nombre d'unitats produïdes o, àdhuc, la posició en la lliga de futbol per a una societat anònima esportiva, entre altres³.

Tanmateix, també es poden donar divergències entre les variables anteriors, com ara, per exemple, un augment del patrimoni total de l'empresa sense obtenir beneficis o un volum de negoci elevat associat a pèrdues. Per això, l'elecció de l'índex resulta un aspecte que té una importància especial per al prestamista, perquè en depèn l'interès participatiu i, per tant, la rendibilitat de l'operació. En aquest sentit, en la pràctica els paràmetres més utilitzats per determinar el tram participatiu de l'interès són el benefici i la xifra de vendes, tot i que aquestes qüestions seran analitzades amb profunditat en capítols posteriors.

En qualsevol cas, **el prestamista** participa de l'activitat de l'empresa i, per això, **s'aproxima més a la figura de propietari que no pas a la de creditor**, amb una remuneració més propera al dividend que no pas a l'interès. Potser aquest és el motiu pel qual el legislador no ha estipulat un límit a l'interès participatiu, perquè d'aquesta manera li atorga el mateix tractament que a la retribució del capital, atès que, exceptuant les obligacions legals relatives a la retenció del benefici, l'únic límit al dividend és la política d'autofinançament establerta per la mateixa empresa. De tota manera, considerem que seria convenient incloure contractualment un límit raonable a l'interès, per protegir la societat finançada davant d'interessos abusius durant exercicis econòmics excel·lents.

D'altra banda, l'article 20 estableix que les parts «poden» acordar un interès fix i independent de l'activitat empresarial. Aquesta redacció confereix al tram fix de l'interès un caràcter accessori i opcional. Per això, no tots els préstecs participatius concedits en la pràctica incorporen un interès fix. Aquest tram es correspon amb l'interès propi de qualsevol operació de préstec i, atès que la seva meritació és independent de l'evolució de la prestatària, es podria considerar interès mínim. Aquesta denominació evitaria, a més a més, la confusió amb un tipus d'interès constant o invariable durant la vida del préstec, especialment si tenim en compte que alguns prestamistes referencien aquest interès a un índex de mercat⁴.

Cal fer notar que, en els casos en què el prestamista estipuli un interès fix a més de l'interès variable, la seva remuneració s'aproximarà a un dividend preferent, amb un dividend mínim relacionat amb el tram fix, més un dividend ordinari no acumulatiu vinculat a l'evolució del prestatari i corresponent al tram participatiu.

³ Vegeu Domínguez (1998).

⁴ Els índexs de mercat legalment admesos són IRPHB, IRPHC, IRPHE, CECA, IDP, MIBOR i EURIBOR, segons la Circular del Banc d'Espanya núm. 8/1990, de 7 de setembre, sobre la transparència de les operacions i la protecció de la clientela, i la Circular del Banc d'Espanya núm. 7/1999, de 29 de juny, sobre la modificació de la Circular 8/1990, de 7 de setembre.

Recapitulant, els préstecs participatius han d'incloure necessàriament un interès vinculat a l'activitat de l'empresa, i l'elecció de la variable empresarial utilitzada per determinar el tram variable correspon lliurement a les parts de l'operació, per la qual cosa la normativa confereix a aquest instrument una flexibilitat plena per adaptar-se als interessos de totes dues parts. A més a més, opcionalment, poden estipular un tipus d'interès independent de l'activitat empresarial. La suma dels dos trams de l'interès, variable o participatiu i fix o mínim, donarà com a resultat l'interès total del préstec, la retribució especial del qual és més similar a la del capital que no pas a la del deute.

1.3.3 Prelació en el cobrament: naturalesa subordinada

L'apartat c de l'article 20 disposa imperativament que «en la prelación de crèdits els préstecs participatius se situen després dels creditors comuns». En conseqüència, i malgrat que no s'indiqui expressament, aquest préstec és subordinat.

La definició de préstec subordinat es troba en la *Comunicació interpretativa sobre determinats articles de les directives quarta i setena del Consell relatives als comptes*⁵, el número 2 dels quals, titulat «Quarta directiva del Consell sobre els comptes anuals de determinades formes de societats», estableix en l'apartat 2.3.3:

2.3.3. Préstecs subordinats en el balanç (articles 9 i 10)

15. Els préstecs subordinats són préstecs que, en cas de liquidació de l'empresa deutora, són reemborsats un cop satisfets tots els altres creditors, però abans que els accionistes rebin cap distribució.

Curiosament, fins l'any 2003 aquesta era l'única referència legal que recollia la definició de préstec subordinat, perquè, a diferència de la normativa comunitària, el nostre ordenament no preveia aquesta definició. No fou fins l'any esmentat quan s'aprovà la Llei concursal 22/2003, que incloïa, en l'exposició de motius, una descripció del concepte de subordinació.

És precisament en aquesta situació de concurs quan la subordinació adquireix una rellevància plena. Desenvoluparem l'estudi de la naturalesa subordinada del préstec participatiu en el capítol dedicat al tractament d'aquesta figura en la Llei concursal.

Però sí que hem d'analitzar aquí els motius que han portat el legislador a conferir un caràcter subordinat al préstec participatiu. Entenem que la causa es deu concretament a l'interès participatiu, és a dir, si la rendibilitat del préstec participa de l'activitat de l'empresa de manera similar a com es comporta la rendibilitat del capital social i, a més a més, tenint en compte que tota rendibilitat està associada a una incertesa, el préstec ha d'assumir un risc similar al del capital social i, en conseqüència, ha de sotaposar la recuperació del deute pendent a la resta de creditors. D'aquesta manera, el binomi rendibilitat-risc queda perfectament correlacionat.

Tanmateix, insistim que la subordinació es produeix, exclusivament, en cas de concurs de creditors, i no afecta la devolució del préstec en situacions normals de solvència o, àdhuc, d'insolvència transitòria no immersa en un procés concursal.

A més a més, cal assenyalar que la naturalesa subordinada imprimeix en el préstec participatiu una funció financera similar a la del capital risc, atès que totes dues figures aporten una solvència més gran per a la resta de creditors del prestatari. En aquest aspecte, podríem dir que el préstec participatiu no incrementa, en un sentit pràctic, la ràtio d'endeutament, atès que la subordinació permet excloure-la dels recursos aliens per determinar el nivell de deutes de la prestatària.

Per concloure, ens sembla interessant fer una anàlisi comparativa dels diferents instruments financers subordinats reconeguts en el nostre ordenament. A aquest efecte, el quadre 4 mostra les diferències entre les escasses figures financeres que comparteixen aquesta subordinació.

⁵ Publicada en el Diari Oficial de les Comunitats Europees de 20 de gener de 1998, C 16/5 a C 16/12.

⁶ Les participacions preferents no van ser reconegudes en el nostre ordenament fins l'any 2003. Aquest buit legal provocà l'emissió d'aquests títols en paradisos fiscals, com a mecanisme per evadir impostos i aconseguir, al mateix temps, la captació de recursos propis sense necessitat d'anar a ampliacions de capital, cosa que va permetre a les entitats de crèdit complir l'estricta nivell de solvència exigida pel Banc d'Espanya, o fins i tot a empreses com ara Sol Meliá, millorar la seva ràtio d'endeutament.

Quadre 4

Característiques	Préstec participatiu	Participacions preferents ⁶ (Poden ser emeses, exclusivament, per entitats de crèdit i entitats cotitzades)	Deute subordinat emès per altres entitats
Regulació expressa	Sí, Reial decret llei 7/1996	Sí, Llei 19/2003 i Reial decret 1778/2004	No
Termini	Sense imposició de límit	Perpetu	Sense imposició de límit
Remuneració	Tipus variable segons l'evolució de l'empresa, més tipus fix Sí és d'acord amb el benefici, en cas de pèrdues no es difereix el pagament de l'interès variable	Tipus fix o indexat Remuneració predeterminada de caràcter no acumulatiu, condicionada a l'existència de beneficis distribuïbles en l'entitat de crèdit dominant o en el grup o subgrup consolidable	Tipus fix o indexat En cas de pèrdues, els interessos són acumulatius o no segons les clàusules de l'escriptura d'emissió
Amortització anticipada	Subjecta a ampliació de fons propis del mateix import	No abans del cinquè any des de la seva data de desemborsament Condicionada a l'autorització del Banc d'Espanya i a no afectar la solvència de la societat	No
Integració en el patrimoni comptable	Sí, en cas de reducció del capital o liquidació de la societat	Sí, amb el límit del 50 % dels recursos propis bàsics de l'emissor Durant els cinc anys anteriors a la seva data de venciment redueixen el seu còmput com a recursos propis a raó del 20 % anual, fins que el seu termini romanent sigui inferior a un any, moment en el qual deixen de computar-se com a tal	No
Altres		Obligades a cotitzar en mercats secundaris organitzats. El seu mercat natural és l'AIAF En el moment de fer una emissió, l'import nominal en circulació no pot ser superior al 30 % dels recursos propis bàsics del grup o subgrup consolidable, inclòs l'import de la mateixa emissió	

1.3.4 Amortització anticipada

Abans d'analitzar l'amortització anticipada del préstec participatiu, fóra interessant destacar el silenci legal de l'article 20 pel que fa al sistema d'amortització del préstec. D'aquesta manera, el legislador concedeix plena llibertat a les parts perquè negociïn el mètode que s'adapti millor a les possibilitats econòmiques de l'empresa prestatària i a les expectatives del prestamista. En aquest sentit, la norma no fa cap diferència entre el préstec participatiu i l'ordinari. Això és degut al fet que en tots dos instruments, i a diferència del lising, l'amortització fiscal dels actius és independent de l'amortització del préstec que els finança⁷, amb la qual cosa, en aquest aspecte concret, l'elecció del mètode d'amortització no té repercussions en l'impost que s'ha de pagar i únicament afecta la liquiditat i el cost del deutor i la rendibilitat del prestamista.

Respecte a l'amortització anticipada, l'apartat b de l'article 20 indica que «les parts contractants poden acordar una clàusula penalitzadora per al cas d'amortització anticipada».

Com es desprèn de la lectura de la norma, permet implícitament les possibilitats de cancel·lació anticipada i reemborsament parcial, en admetre una comissió penalitzadora que indemnitzi el prestamista pel suspens de la seva remuneració i, en aquest sentit, novament el participatiu s'assembla a un préstec ordinari. Cal fer notar, a més a més, que la mateixa norma no estableix cap límit a la comissió esmentada. Així mateix, no es podria afirmar que els préstecs participatius coberts amb garantia hipotecària i amb un tipus d'interès fix o mínim referenciat a un índex de

⁷ Des d'un punt de vista financer, el lising es pot considerar una operació de préstec amb opció de compra, en el qual el principal es materialitza en un immobilitzat. L'única diferència entre una quota de préstec i una altra de lising és que la de lising porta l'IVA corresponent agregat a aquesta quota, com a forma prorratejada de pagar l'impost. Recordem que l'avantatge fiscal del lising rau a amortitzar fiscalment l'actiu pel mateix import que s'amortitza financerament, cosa que, tot i que amb subjecció a un límit, permet posposar el pagament de l'impost sobre societats. Per aquest motiu, en el lising no es permet legalment utilitzar un mètode d'amortització financera decreixent. D'aquesta manera, s'evita que l'amortització fiscal s'acceleri excessivament.

mercat estiguin subjectes als mateixos límits aplicables a les comissions per cancel·lació anticipada dels préstecs hipotecaris a tipus variable⁸.

En el mateix apartat es continua dient que «*en tot cas el prestatari només pot amortitzar anticipadament el préstec participatiu si aquesta amortització es compensa amb una ampliació del mateix import dels seus fons propis*».

Aquesta exigència pot semblar una mica incomprensible i fora de lloc perquè fa referència a l'amortització anticipada d'un préstec. No obstant això, aquesta obligació s'entén si tenim en compte que el préstec participatiu és subordinat, cosa que confereix a la resta de creditors una garantia complementària a la derivada del patrimoni empresarial, independentment de l'ordre cronològic dels deutes. En conseqüència, un reemborsament anticipat del préstec provocaria, en els altres creditors, un efecte equivalent a una disminució del capital social, una qüestió que, a més a més, s'agregaria davant d'una amenaça de concurs.

Com que el prestamista participatiu vigila l'evolució de l'empresa perquè en depèn la seva remuneració, podria ser el primer creditor a detectar una situació imminent d'insolvència i forçar el prestatari a l'amortització anticipada del deute per escapar d'una situació concursal perjudicial. De la mateixa manera, tindrien informació privilegiada els creditors participatius que fossin, simultàniament, propietaris de l'empresa deutora i, evidentment, també reclamarien la recuperació anticipada del seu préstec, cosa que provocaria fuites de capital i posicionaria la resta de creditors en una situació de risc elevat.

D'aquesta manera, s'entén que, per evitar disminucions brusques i inesperades en el nivell de solvència de l'empresa prestatària, la norma exigeix que l'amortització anticipada d'un préstec participatiu es compensi amb un increment de fons propis del mateix import, de manera que es mantingui la mateixa ràtio de solvència que hi havia abans de l'amortització.

Però hem d'advertir que l'article 20 exigeix un increment de fons propis i, per tant, no hi ha la possibilitat d'ampliar el capital social amb càrrec a reserves, perquè aquesta ampliació suposaria un mer traspàs entre comptes de net que no aconseguiria l'increment exigít. Més enllà, el mateix article 20 determina que l'increment de fons propis «*no provingui de l'actualització d'actius*». Amb aquesta puntualització, la norma exclou els beneficis latents procedents de la revalorització d'actius i redueix les opcions a la retenció de beneficis efectivament realitzats o a les aportacions dels socis.

Cal fer notar, a més a més, que la norma no exigeix un increment de capital social, sinó de fons propis. Aquest matís resulta important, perquè es poden incrementar amb la dotació de reserves i, en aquest cas, potser el legislador hauria d'haver estat més explícit concretant la naturalesa de la reserva. En aquest sentit, entenem que la reserva vinculada a l'increment de fons propis hauria de ser indisponible per garantir el manteniment efectiu de la solvència, tot i que, per qüestions lògiques, s'hauria d'alliberar d'aquesta condició a la data del venciment contractualment pactat del préstec participatiu, perquè, després d'aquesta data, el deute subordinat hauria desaparegut de manera natural del balanç de l'empresa prestatària. En definitiva, proposem uns requisits legals similars als de les accions rescatables, l'amortització de les quals s'ha de compensar obligatòriament amb una ampliació de capital o amb la dotació d'una reserva indisponible⁹.

Per concloure, hauríem de parlar de les possibilitats de subrogació del préstec participatiu. Només es poden subrogar sense consentiment del creditor els préstecs coberts amb garantia hipotecària¹⁰. Si considerem que el préstec participatiu rarament aporta garanties reals, és difícil que es pugui aconseguir la subrogació, perquè depèn de l'autorització del finançador i del fet que aquest finançador es mostri disposat a prescindir dels interessos esperats. De tota manera, les característiques financeres especials d'aquest préstec aconseguen que, en general, no calgui fer la substitució del prestamista.

Tot i que, en la pràctica, la subrogació del préstec participatiu és inaccessible, sí que és possible la novació de les condicions pactades inicialment en el contracte. En aquest sentit, es poden renegociar tant el termini com l'interès per adequar-los a l'evolució de la situació econòmica del prestatari.

⁸ Només estan subjectes a un límit de l'1 % les comissions per cancel·lació anticipada dels préstecs hipotecaris a tipus d'interès variable, segons el que s'estableix en la Llei 2/1994. Si el préstec se subroga a una altra entitat, la comissió per cancel·lació no pot superar el 0,5 %, segons el que s'estipula en la Llei 36/2003.

⁹ La Llei 37/1998, de 16 de novembre, de reforma de la Llei del mercat de valors, va introduir en el nostre ordenament mercantil les accions rescatables. Encara que aquest tipus d'accions són fons propis per a l'emissor, poden ser amortitzades per aquest emissor si ho sol·licita (mai abans d'haver transcorregut tres anys a comptar de la data d'emissió), o per l'inversor. En el moment de l'emissió s'estableixen les condicions de la recompra i, per tant, es poden considerar un actiu que es mou entre els recursos propis i els aliens.

¹⁰ La Llei 2/1994 permet als prenedors de préstecs hipotecaris la subrogació del seu préstec sense necessitat de consentiment del creditor, a fi d'adequar les condicions a les del mercat i aconseguir-ne una millora.

Com a recapitulació del que s'ha exposat, cal assenyalar que l'exigència d'ampliar els fons propis davant d'una amortització anticipada prové de la naturalesa subordinada del préstec. D'aquesta manera, el legislador assoleix un doble propòsit, perquè, d'una banda, permet l'amortització anticipada del préstec participatiu i, al mateix temps, protegeix els tercers creditors perquè aconseguix neutralitzar els seus efectes i mantenir intacta la solvència de l'empresa prestatària. No sembla que hi hagi cap altra manera més impecable de tancar el cercle de la subordinació.

1.3.5 Consideració de patrimoni comptable

¹¹ En el mateix sentit, Broseta (1984), per entendre que els préstecs participatius constituïen un deute per a la societat i, en conseqüència, la seva consideració de passiu no exigible no era més que una ficció comptable.

¹² La Resolució de l'ICAC, de 20 de desembre de 1996, estableix:
[...] Així doncs, el concepte comptable de fons propis, contingut en el Text refós de la Llei de societats anònimes, és un dels que formen part del patrimoni comptable; el seu contingut ha estat precisat pel Pla general de comptabilitat [...]

[...] Però el concepte de patrimoni comptable requereix algunes precisions addicionals, perquè, a més dels fons propis, hi ha altres partides del balanç que poden afectar la seva quantificació. En aquest sentit, es poden destacar les precisions següents relatives a certes partides del balanç:

Adicionalment, ens hem de referir a l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, [...], que en l'apartat d diu:

«Els préstecs participatius es consideren patrimoni comptable a l'efecte de reducció de capital i liquidació de societats previstes en la legislació mercantil.»

D'aquesta manera, sembla que la llei esmentada atorga als préstecs participatius la qualificació de partida computable en el patrimoni comptable a l'efecte dels supòsits tractats en aquesta Resolució, en la mesura que aquests préstecs posseïen unes característiques que podrien significar-se de la manera següent:

Es vinculen a l'activitat de l'empresa.

En cas d'amortització anticipada, s'exigeix que vagi acompanyada per un augment de fons propis del mateix import, i aquest augment no pot provenir de l'actualització d'actius, de la qual cosa es desprèn que aquest augment ha de correspondre amb aportacions dels socis o els resultats generats per l'empresa.

En la prelación de crèdits, se situen després dels creditors comuns.

Per tot el que s'ha indicat, aquests préstecs, que figuren en el balanç de l'empresa en l'agrupació corresponent als creditors, es tenen en compte en la quantificació del patrimoni comptable a l'efecte de reducció de capital i dissolució de societats previstes en la legislació mercantil.

L'article 20 del Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, estableix, en l'apartat d, que «els préstecs participatius tenen la consideració de fons propis a l'efecte de la legislació mercantil». Aquesta concepció provenia del que s'havia establert en la norma original de l'any 1983, tot i que en aquesta norma original s'estipulava a l'únic efecte d'«apreciar la solvència de l'empresa deutora». Cal tenir en compte que, atesa la greu situació conjuntural de l'època, el préstec participatiu s'introduí a Espanya com un mecanisme per reflotar empreses d'un sector «en una situació de crisi d'una gravetat especial i la recuperació del qual es consideri d'interès general», segons el que estableix l'article 1 del Reial decret llei 8/1983.

Tanmateix, quan l'any 1996 el préstec participatiu es va reformular com a instrument de finançament per a tot tipus d'empreses, la qualificació de fons propi va perdre tot el sentit i, més enllà, aquesta consideració il·limitada implicava unes conseqüències patrimonials incontrolables per a una figura que, en definitiva, és un recurs aliè. La resposta dels experts mercantils fou contundent, perquè entenien que aquesta qualificació resultava del tot improcedent, perquè desvirtuava la mateixa definició conceptual de fons propi, entès com a propietat dels socis¹¹.

Com a conseqüència d'aquesta extralimitació legal, la rectificació es produí sis mesos més tard, amb la modificació introduïda per la disposició addicional segona de la Llei 10/1996, de 18 de desembre, que substituï la qualificació de fons propis per la de «patrimoni comptable a l'efecte de reducció de capital i liquidació de societats previstes en la legislació mercantil». D'aquesta manera, el legislador no tan sols reconsiderava la controvertida qualificació, sinó que, a més a més, la limitava a dos casos concrets.

Després de la modificació conceptual es produí un desconcert a causa de la llacuna legal que hi havia en la definició del patrimoni comptable sota els supòsits esmentats, una qüestió que va haver de resoldre amb urgència l'ICAC dictant, dos dies després de la rectificació legal, la Resolució de 20 de desembre de 1996, «per la qual es fixen criteris generals per determinar el concepte de patrimoni comptable a l'efecte dels supòsits de reducció de capital i dissolució de societats regulats per la legislació mercantil»¹².

Recordem, a més a més, que l'article 163 de la Llei de societats anònimes estableix per a aquestes societats l'obligatorietat de reduir el capital social quan l'haver hagi disminuït per sota de les dues terceres parts del seu capital i hagi transcorregut un exercici social sense que s'hagi recuperat el patrimoni. Per la seva banda, l'article 260 de la mateixa llei es refereix a les causes de dissolució de la societat i esmenta, entre altres, la derivada de les pèrdues que deixin reduït el patrimoni a una quantitat inferior a la meitat del capital social, llevat que aquest capital social augmenti o es redueixi en la mesura suficient.

D'aquesta manera, l'article 79 de la Llei de societats de responsabilitat limitada manifesta l'obligació de reduir el capital social per restablir l'equilibri entre el capital i el patrimoni comptable de la societat, disminuït a conseqüència de pèrdues. Per completar aquesta disposició, l'article 104 de l'anterior llei es refereix a les causes de dissolució de la societat com a conseqüència de pèrdues que deixin el patrimoni comptable reduït a menys de la meitat del capital social.

Cal parar atenció a les diferents accepcions que el legislador ha utilitzat per expressar, segons entén l'ICAC, el mateix concepte: *patrimoni*, *haver* i *patrimoni comptable*. D'aquesta manera, la part introductòria de la Resolució les aglutina en indicar «la diversitat terminològica que no sempre reflecteix una diversitat de conceptes». En

conseqüència, l'ICAC, entenent aquestes expressions com a sinònimes, i a l'únic efecte de reducció de capital i dissolució de societats previstos en els articles esmentats de la Llei de societats anònimes i de la Llei de societats de responsabilitat limitada, estableix la determinació del patrimoni comptable segons el quadre 5:

Quadre 5 Determinació del patrimoni comptable

Patrimoni comptable

<ul style="list-style-type: none"> + Capital subscrit + Prima d'emissió + Reserva de revalorització + Reserves (legal, estatutària, altres reserves) ± Resultats d'exercicis anteriors (Romanent – Resultats negatius d'exercicis anteriors + Aportacions de socis per a la compensació de pèrdues) ± Pèrdues i guanys de l'exercici – Dividend a compte lliurat en l'exercici – Accions o participacions pròpies adquirides en execució d'un acord de reducció de capital <hr/> <p style="text-align: center;">= Fons propis</p>	<ul style="list-style-type: none"> + Subvencions de capital (minorades en l'import corresponent de la despesa per l'impost sobre societats pendent de meritació) + Diferències positives de canvi (minorades en l'import corresponent de la despesa per l'impost sobre societats pendent de meritació) + Ingressos fiscals per distribuir en diversos exercicis + Préstecs participatius – Accions o participacions pròpies <hr/> <p style="text-align: center;">= Patrimoni comptable</p>
---	---

Com es pot veure, el patrimoni comptable és un concepte ampli que inclou, a més dels fons propis, altres elements entre els quals es troben els préstecs participatius. No obstant això, insistim que el patrimoni comptable és un concepte aplicable exclusivament a dues situacions concretes, és a dir, a l'únic efecte de determinar si l'empresa ha de disminuir capital o dissoldre's com a conseqüència de pèrdues.

Malgrat que la inclusió dels préstecs participatius en el patrimoni comptable resulta molt restrictiva, alguns autors continuen criticant aquesta concepció, perquè opinen que aquest instrument financer és un préstec i, per tant, s'ha de considerar així en tots els sentits. En conseqüència, no aproven que el préstec participatiu abandoni, ni tan sols en situacions puntuals, la seva naturalesa de recurs aliè per comportar-se com un fons propi.

No obstant això, considerem que conceptualment el préstec participatiu exclusivament com un recurs aliè implica fraccionar la dimensió d'aquesta figura i preveure només un segment de la seva identitat particular. En definitiva, equival a observar aquest préstec des d'una òptica limitada que el redueix a un mer instrument de deute, sense apreciar la veritable essència d'aquest especial instrument de finançament.

Per entendre el préstec participatiu en tota la seva extensió cal considerar que aquest instrument fou dissenyat per cobrir el buit existent entre el finançament propi i l'aliè, concebut com a nexa d'unió entre tots dos grups estancs de recursos. D'aquesta manera es completava l'oferta d'eines financeres, saturada d'altra banda amb una àmplia gamma d'instruments de deute i de capital, però necessitada d'una figura intermèdia que tanqués el cercle i a la qual pogués accedir qualsevol empresa, amb independència de la grandària.

En concret, el préstec participatiu es va formular definitivament com un instrument de suport, adreçat especialment a empreses la mida menor de les quals dificultés la captació de capital amb què poguessin reforçar els seus fons propis i ajustar, si escau, els desequilibris patrimonials.

En aquest context, calia que el marc legal definís una figura amb capacitat per absorbir pèrdues. Per aquesta raó, es va perfilar el préstec participatiu com un deute subordinat amb participació en l'activitat de la prestatària i, d'aquesta manera, es va aconseguir un instrument que, en l'esfera rendibilitat-risc, estigués més pròxim als recursos propis que no pas als aliens i, en conseqüència, la seva funció na-

tural fos respondre davant de les pèrdues amb la mateixa capacitat que els fons propis en situacions d'una gravetat especial, és a dir, quan l'empresa es veïés obligada a disminuir capital o, fins i tot, a dissoldre's.

Sota aquesta perspectiva s'entén que el préstec participatiu formi part d'una partida que el legislador ha anomenat patrimoni comptable¹³, que reculli, segons entén l'ICAC, a part del finançament propi, tots aquells recursos amb capacitat per neutralitzar pèrdues.

Com a conseqüència del que s'ha exposat, entenem absolutament coherent que en aquelles situacions extremes en les quals s'ha de definir perfectament la funció de cada recurs financer, el préstec participatiu traspassi la frontera dels fons aliens i s'integri en el patrimoni comptable, com un reflex de la capacitat per absorbir pèrdues que li atribueixen les seves característiques especials. En conseqüència i contra l'opinió d'alguns autors, exclourem el préstec participatiu del patrimoni comptable comportaria ometre la seva proximitat als fons propis i treure'l de la posició que de manera natural li correspon en aquelles situacions de desequilibri patrimonial greu.

1.3.6 Deduïbilitat dels interessos

L'article 20 finalitza amb el punt 2, que estableix: *«Els interessos meritats, tant fixos com variables, d'un préstec participatiu, es consideren partida deduïble a l'efecte de la base imposable de l'impost de societats del prestatari.»*

Aquesta puntualització imprimeix en el préstec participatiu la naturalesa inequívoca de recurs aliè, atès que només pot tenir consideració de despesa financera fiscalment deduïble la remuneració del deute.

Considerem que el legislador no ha col·locat aquesta característica en darrer lloc ni en un punt separat de manera gratuïta. Entenem que ha separat aquesta qualitat de la resta per destacar la naturalesa de recurs aliè d'aquesta figura. Si, a més a més, l'ha col·locat en darrer lloc és perquè al final quedi la idea que el préstec participatiu és, essencialment i malgrat la resta de característiques, un veritable préstec.

Com a concreció de l'anàlisi de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, hauríem de destacar que el préstec participatiu és, sobretot, un préstec. No obstant això, no podem oblidar que aquesta figura es va dissenyar com un finançament de reforç, al qual es poguessin acollir les empreses amb dificultat per accedir a la captació de capital social i necessitessin, al mateix temps, un suport patrimonial.

Aquesta pretensió legal requeria cobrir el forat financer amb un instrument accessible a tot tipus d'empreses, cosa que va fer recomanable configurar-lo com un préstec. Però, simultàniament, havia de tenir capacitat per absorbir pèrdues i, per això, es definí amb unes característiques tan especials que el feien similar als fons propis. Com a resultat d'això, el préstec participatiu és un recurs aliè amb capacitat per comportar-se com un recurs propi en aquelles situacions on es vegi compromesa la supervivència de l'empresa. De manera similar ho entenen els prestamistes participatius, que perceben el seu préstec com un capital risc amb pacte de devolució.

Per concloure aquest capítol, ens agradaria ressaltar l'habilitat del legislador per conjugar totes les característiques del préstec participatiu. La seva concatenació perfecta ha resolt d'una manera impecable el disseny d'un instrument flexible, destinat a ser un suport financer eficaç per a empreses especialment vulnerables per motiu de grandària o desajust patrimonial.

¹³ Considerem irrellevant entrar en la discussió d'alguns autors sobre l'oportunitat del legislador en l'elecció d'aquesta denominació, perquè entenem que el que és veritablement important és la funció d'aquest concepte en situacions de pèrdues greus

2

Consideracions comptables del préstec participatiu

2.1 INTRODUCCIÓ

La concepció singular del préstec participatiu com a figura intermèdia entre els recursos propis i aliens ha propiciat que organismes diferents s'hagin pronunciat per explicar-ne el tractament comptable. De la mateixa manera, l'ICAC ha donat resposta a consultes per aclarir dubtes sobre l'abast de la inclusió del préstec participatiu en el patrimoni comptable de la societat prestatària.

En aquest epígraf es farà, a més a més, una anàlisi de les conseqüències importants que té l'agregació del préstec participatiu en el patrimoni comptable, com també dels avantatges que aporta aquesta consideració especial.

- 2.1 Introducció
- 2.2 El tractament comptable del préstec participatiu en el pla general de comptabilitat
- 2.3 Implicacions comptables del préstec participatiu com a patrimoni comptable de l'entitat prestatària



2.2

El tractament
comptable del
préstec participatiu
en el pla general de
comptabilitat

El Pla general de comptabilitat no fa cap esment expressament del tractament comptable dels préstecs participatius. Això ens obliga a recórrer a textos complementaris i, en aquesta línia, la Consulta C2/2004 del BOICAC¹⁴, número 54, del juny del 2003, indica *«que els préstecs participatius no tenen cap excepcionalitat pel que fa a la seva comptabilització. Així doncs, el seu registre s'ha d'ajustar al que preveu la norma de valoració 9a, "Crèdits no comercials", o bé la norma 11a, "Deutes no comercials", incloses a la cinquena part del Pla general de comptabilitat, depenent que l'empresa concedeixi o rebí el préstec, respectivament»*.

En aquest mateix context, el document número 10 d'AECA¹⁵, relatiu als fons propis, indica, en l'epígraf 1.17.3, que els préstecs participatius *«no formen part dels recursos propis de l'empresa. De la mateixa manera, la retribució d'aquests capitals no es pot considerar com a aplicació de beneficis, raó per la qual cal deduir-la d'aquests beneficis abans d'oferir la xifra de resultats del període»*. El document continua explicant que *«l'empresa, sempre que es beneficiï d'aquest tipus de finançament, ha d'oferir la informació següent en els seus estats financers:*

1. *Quantitats rebudes en concepte de préstecs o crèdits participatius, com també un resum de les seves condicions.*
2. *Remuneració dels fons esmentats que s'ha inclòs com a càrrec en el compte de resultats de l'exercici.»*

Aquesta consideració es completa amb el contingut exposat en el document número 18 d'AECA, relatiu als passius financers, l'epígraf 1.3.9 del qual expressa que els préstecs participatius, *«com els finançaments subordinats restants, han d'aparèixer entre els passius financers de l'entitat prestatària amb el desglossament corresponent de les seves característiques a la memòria de comptes anuals»*.

Cal observar la referència al deute subordinat del document anterior, com a reflex del que apareix preceptuat a la *Comunicació interpretativa sobre determinats articles de la quarta i setena directives del Consell relatives als comptes*, el número 2 dels quals, titulat *«Quarta directiva del Consell sobre els comptes anuals de determinades formes de societat»*, en l'apartat 2.3.3 estipula:

2.3.3. Préstecs subordinats en el balanç (articles 9 i 10)

16. *La Directiva no preveu cap partida separada per a préstecs subordinats. Aquests préstecs no han de figurar en una partida de «Capital i reserves», sinó en una partida de «Deutes». Per tal de destacar la naturalesa específica d'aquests préstecs, es pot crear una partida específica del balanç i donar més informació a la memòria sobre els terminis i els seus tipus.*

Després d'haver llegit els textos anteriors **es pot constatar la coherència que hi ha entre aquests textos pel que fa al tractament comptable d'aquesta figura, que, si bé és particular, no deixa de ser un instrument de deute i, com a tal, ha de ser comptabilitzat**. Per aquesta raó, si aglutinem tot el que s'hi exposa, podem concloure que els préstecs participatius, com a passiu exigible, es comptabilitzen a la partida relativa a «Deutes a llarg termini», dins del subgrup 16, *«Deutes a llarg termini amb empreses del grup i associades»*, o el subgrup 17, *«Deutes a llarg termini per préstecs rebuts i altres conceptes»*, segons correspongui. Òbviament, en cada exercici s'ha de reclassificar el deute participatiu i traspassar-ne la part corresponent al curt termini als subgrups 51 o 52, respectivament. De la mateixa manera, la retribució del préstec participatiu té la consideració de despesa financera, segons que es desprèn indirectament de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, quan estableix la deduïbilitat dels interessos meritats per aquest préstec.

Si bé la quarta directiva concedeix al prestatari la decisió de dotar una partida específica en el balanç que reculli el finançament subordinat, l'article 20 vinent del

¹⁴ L'Institut de Comptabilitat i Auditoria de Comptes (ICAC) és un organisme autònom adscrit al Ministeri d'Economia i Hisenda, amb competència per dictar resolucions en matèries comptables, tal com reconeix el Tribunal Suprem en la seva sentència de data 27 d'octubre de 1997.

¹⁵ Els documents d'AECA (Associació Espanyola de Comptabilitat i Administració d'Empreses) són elaborats per una comissió d'experts, constituïda per professionals i catedràtics de prestigi reconegut dins de l'àmbit financer i comptable.

Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, no es pronuncia sobre aquest aspecte, i amb aquest silenci s'elimina l'obligatorietat que l'article 11 derogat de la Llei 27/1984, de 26 de juliol, establia, tant per al prestamista com per al prestatari, d'inscriure els préstecs participatius en una línia especial del balanç.

D'aquesta manera, en la pràctica, les empreses inclouen els préstecs participatius en els seus balanços de manera agregada, juntament amb la resta de deutes a llarg termini en els epígrafs D, «Creditors a llarg termini», i E, «Creditors a curt termini», del passiu del balanç i, tal com hem pogut constatar en els comptes anuals presentats per les empreses prenedores d'un préstec participatiu, és a la memòria on s'expliquen detalladament les condicions concretes del préstec.

Podem trobar una referència legal particular, relativa a la comptabilització dels préstecs participatius, a l'Ordre ECO/3614/2003, de 16 de desembre de 2003, *per la qual s'aproven les normes sobre els aspectes comptables de les societats cooperatives*, que, si bé recull expressament aquests préstecs, no els dedica una partida especial i estableix el seu apunt al balanç de manera agrupada juntament amb la resta de deutes. No obstant això, aquesta norma presenta una peculiaritat, atès que preveu els deutes subordinats amb venciment a la liquidació de la cooperativa, als quals assigna, evidentment, la qualificació de fons propis. Per fer-ne el registre comptable s'ha de fer servir l'epígraf «Fons capitalitzats», dins de l'agrupació de «Fons propis». Posteriorment, i com a cas singular, els préstecs participatius amb venciment a la liquidació es consideren, amb caràcter general, fons propis i es registren en el compte 1071, «Altres fons subordinats amb venciment a la liquidació».

En definitiva, com a conseqüència de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996 que ha prescindit del registre comptable específic per a aquest préstec, i del criteri reflex que segueix la normativa comptable general, els préstecs participatius es comptabilitzen sense realitzar cap discriminació respecte de la resta de deutes i, com a conseqüència d'això, es registren de manera agrupada al passiu exigible.

Això no obstant, cal esmentar l'excepció introduïda per l'Ordre de 27 de juny, per la qual s'aproven les normes d'adaptació del Pla general de comptabilitat a les societats anònimes esportives. Aquestes societats tenen l'obligació de comptabilitzar els préstecs participatius rebuts a les partides de «Deutes subordinats i préstecs participatius a llarg termini» i «Deutes subordinats i préstecs participatius a curt termini», als epígrafs que corresponguin de les agrupacions D i E, respectivament. De la mateixa manera, segons l'Ordre esmentada, s'obren a la memòria apartats que recullen informació detallada relativa tant als préstecs participatius com al deute subordinat.

Malgrat l'absència d'aquesta obligació per als prestataris participatius en general, considerem que seria interessant adoptar el mateix registre comptable estipulat per a les societats anònimes esportives. D'aquesta manera, es depuraria el préstec participatiu de la resta de deutes, amb la qual cosa seria fàcil d'identificar el volum de recursos aliens que pot ser computat com a patrimoni comptable, com també el deute que, a l'efecte pràctic i com a conseqüència de la subordinació, no cal incloure a la ràtio d'endeutament per determinar el risc financer de la prestatària.

Aquest mateix criteri és el que segueixen també les Normes internacionals d'informació financera (NIIF/NIC)¹⁶, de manera que la *Circular del Banc d'Espanya 4/2004, de 22 de desembre, a entitats de crèdit, sobre normes d'informació financera pública i reservada i models d'estats financers*, que adapta la comptabilitat d'aquestes entitats a les NIIF/NIC, reconeix els deutes subordinats com un passiu financer, diferent del capital propi, i estableix l'obligació de presentar-les al passiu del balanç agrupades a la partida de «Passius subordinats». A més a més, a la memòria es facilita, entre altres, la informació relativa a les càrregues pagades en concepte de passiu subordinat en el curs de l'exercici, com també les clàusules eventuais de conversió del passiu subordinat en capital o en una altra forma de passiu.

Si bé les NIIF/NIC no resulten aplicables a la comptabilitat empresarial, la tendència en el registre separat dels deutes subordinats i, en conseqüència, dels préstecs participatius resulta evident, si més no per a les entitats de crèdit. Fóra desitjable que les modificacions necessàries per adaptar el Pla general de comptabilitat a les NIIF/NIC recollissin un criteri idèntic per a la comptabilitat general, atès que

¹⁶ Recordem que les primeres entitats que van adaptar la seva comptabilitat a les NIIF/NIC van ser, durant el 2005, les de crèdit i els grups consolidats d'empreses cotitzades. Actualment, estem assistint a un procés internacional d'harmonització comptable que culminarà amb la modificació de la legislació mercantil i del PGC, per adaptar-los als criteris de les NIIF/NIC.

ometre'l equivaldria a ignorar el pes específic que han assolit els deutes subordinats i, en concret, els préstecs participatius en el nostre sistema financer.

Alhora, cal destacar que l'adaptació a les NIIF/NIC implica la desaparició dels principis comptables, els quals són substituïts per les denominades hipòtesis bàsiques. Aquestes hipòtesis es redueixen únicament a la de meritació i a la d'empresa en funcionament, amb la qual cosa es limita el registre comptable de certes operacions, com ara l'amortització del fons de comerç i determinades provisions, com a conseqüència de la desaparició del principi de prudència. A més a més, s'incorporen al resultat certes revaloracions procedents d'inversions financeres comptades al valor raonable.

En conseqüència, l'adaptació comptable a les NIIF/NIC modifica les bases sobre les quals s'assenta la determinació del resultat empresarial, la qual cosa en pot provocar una alteració. Aquesta qüestió afecta directament el préstec participatiu, atès que, evidentment, repercuteix en la seva retribució quan el tram variable de l'interès es vinculi al benefici. Això obliga les empreses prestatàries a replantejar les seves estratègies comptables per intentar disminuir el resultat i, en conseqüència, la remuneració del préstec participatiu.

Un darrer apunt sobre les NIIF/NIC és el que fa referència a la reserva de revaloració, ja que hem de recordar que l'amortització anticipada del préstec participatiu s'ha de compensar, necessàriament, amb una ampliació dels fons propis sense que aquesta ampliació procedeixi d'aquella reserva, la qual, de fet, actualment només es pot dotar quan s'aprova una llei d'actualització d'actius¹⁷. Dit això, amb les NIIF/NIC, la dotació de la reserva de revaloració deixa de dependre de cap autorització legal, atès que, amb l'adaptació de les noves normes, l'immobilitzat i els instruments financers, entre altres, es poden comptabilitzar a valor de mercat en comptes de valor comptable i, en general, les variacions en el valor dels actius que es produeixin a cada exercici es traslladen, de manera automàtica, a la reserva de revaloració. Si bé canvia la forma, roman el fons, de manera que aquesta reserva continua sense poder ser utilitzada per incrementar els recursos propis quan s'amortitzi anticipadament el préstec participatiu.

2.3 Implicacions comptables del préstec participatiu com a patrimoni comptable de l'entitat prestatària

La modificació introduïda per la disposició addicional segona de la Llei 10/1996, de 18 de desembre, estipula que «els préstecs participatius es consideren patrimoni comptable a l'efecte de reducció de capital i liquidació de societats previstes a la legislació mercantil». Recordem que el patrimoni comptable és un concepte definit per l'ICAC que inclou, a més dels fons propis, certes partides amb capacitat per absorbir pèrdues en situacions de desequilibri patrimonial, si bé exclusivament a l'efecte esmentat. Considerem important recalcar la diferència conceptual entre fons propi i patrimoni comptable, atès que certs autors confonen tots dos termes. Això fa necessari matisar que, si bé el patrimoni comptable s'assimila als fons propis sota els supòsits esmentats, no es pot afirmar en absolut que siguin conceptes idèntics. Per a una millor comprensió de tot això, el quadre 6 recorda, resumidament, la composició del patrimoni comptable definit per l'ICAC¹⁸.

¹⁷ La darrera actualització de balanços es va aprovar a Espanya l'any 1996 mitjançant el Reial decret llei 7/1996. Casualment, el mateix decret que va actualitzar la definició del préstec participatiu.

¹⁸ La composició detallada del patrimoni comptable definit per l'ICAC es pot consultar en el quadre número 5, inclòs a l'epígraf relatiu a l'anàlisi de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, del capítol 1 d'aquesta obra.

Quadre 6 Determinació del patrimoni comptable (resum)

Patrimoni comptable

Fons propis
+ Préstecs participatius
± Altres partides
= Patrimoni comptable

Així doncs, com es pot observar, el patrimoni comptable és un concepte diferent i més ampli que el dels fons propis, atès que, a més d'incloure aquests últims, integra altres partides amb capacitat, segons entén l'ICAC, per absorbir pèrdues. Aquesta diferència notable elimina la possibilitat, prevista per determinats autors, d'utilitzar el préstec participatiu per engreixar els fons propis a l'efecte de complir els requisits necessaris per accedir a una subvenció oficial de capital. No obstant això, la capacitat d'absorció de pèrdues d'aquest préstec faria recomanable que les administracions es plantegessin els requisits exigits per concedir subvencions i substituïssin el nivell exigint dels fons propis pel de patrimoni comptable.

Més encara, el patrimoni comptable és un concepte aplicable exclusivament per determinar la solvència de l'empresa a l'efecte de reducció de capital i liquidació de societats. Tant és així que el mateix ICAC estableix a la seva consulta número 1 del BOICAC número 53, del març del 2003, referida específicament al préstec participatiu, que la seva inclusió al patrimoni comptable no es pot extrapolar a altres supòsits com ara la distribució de beneficis, subjecta als requisits de l'article 213 del Text refós de la Llei de societats anònimes¹⁹. En concret, la consulta esmentada indica que, en la necessitat de protegir els interessos de tercers abans de qualsevol repartiment de beneficis, dins del concepte de patrimoni net comptable no es poden incloure, en cap cas, els préstecs participatius.

L'agregació del préstec participatiu al patrimoni comptable té una conseqüència fonamental per a l'empresa, atès que pot eludir, o com a mínim retardar, l'obligació legal de reduir el capital o dissoldre la societat com a conseqüència de pèrdues. Aquest avantatge converteix el préstec participatiu en el finançament triat per aquelles empreses que, a causa del seu volum o d'una crisi patrimonial manifesta, necessiten incrementar els seus fons propis sense possibilitat o necessitat de recórrer a una ampliació de capital. Per tal de simplificar la comprensió de les conseqüències d'incloure el préstec participatiu al patrimoni comptable, exposarem l'exemple següent contingut en el quadre 7.

Conseqüències de la consideració dels préstecs participatius com a patrimoni comptable

Quadre 7

Supòsit	Capital social	Pèrdues exercicis anteriors	Préstec participatiu	Patrimoni comptable	Conseqüència
Supòsit 1	150.000	(80.000)		< 1/2 capital social	Existeix l'obligació de dissoldre la societat
			70.000		
				75.000	
Supòsit 2	150.000	(80.000)	30.000	> 1/2 capital social	No existeix cap obligació de dissoldre la societat
				100.000	
				75.000	

Un cop llegit el quadre 7, podem observar que, a igual quantia de fons propis, el préstec participatiu permet sanejar el desajust patrimonial i, al mateix temps, ofereix un desfogament temporal, és a dir, proporciona un temps addicional durant el qual l'empresa disposa de la possibilitat d'entrar en beneficis i remuntar les seves pèrdues. Exactament el mateix succeiria amb l'obligació de disminuir el capital social, si bé en cas que aquesta obligació fos ineludible, el préstec participatiu es podria utilitzar com a substitut del capital en una operació acordada posterior per insuflar finançament i, simultàniament, incrementar el patrimoni comptable.

Recapitulant, si bé el préstec participatiu es comptabilitza com a passiu exigible, computa com a patrimoni comptable. Per tant, es pot concretar que aquest préstec és un recurs aliè amb capacitat per absorbir pèrdues en situacions de desequilibri patrimonial només en els dos supòsits determinats, de manera que aquest comportament reflecteix perfectament la dualitat d'aquesta figura financera singular.

¹⁹ L'article 213 de la LSA estipula que només es poden distribuir dividendes amb càrrec al benefici de l'exercici, o a reserves de lliure disposició, si el valor del patrimoni net comptable no és inferior al capital social, o bé quan, com a conseqüència del repartiment, no en resulta ser inferior.

3 Implicacions fiscals del préstec participatiu

3.1 INTRODUCCIÓ

El préstec participatiu és, bàsicament, un instrument de deute. Aquesta naturalesa es reflecteix amb plena evidència en el tractament fiscal que la normativa respectiva confereix al finançament participatiu i, tot i que en general la legislació tributària no mostra divergències entre el préstec participatiu i altres operacions d'endeutament, farà falta un recorregut normatiu per detectar els aspectes puntuals que fiscalment el diferencien de la resta d'instruments de finançament aliè.

Per a una millor comprensió del tractament fiscal del préstec participatiu, organitzarem aquesta anàlisi en quatre epígrafs. Els dos primers recolliran els diferents impostos que afecten l'activitat societària. A continuació, es farà un estudi del préstec participatiu a l'entorn d'un grup de societats i, finalment, analitzarem la reclassificació fiscal que realitza l'Administració tributària en determinats préstecs participatius, ja que els considera diferents de l'operació original.

De la mateixa manera, l'anàlisi recorrerà a les consultes respostes per la Direcció General de Tributs²⁰ (d'ara endavant, la DGT), com a mecanisme per refermar el tractament fiscal del préstec participatiu davant de l'escassa regulació específica de referència.

²⁰Quant a les consultes tributàries, es pot llegir textualment a la pàgina web del Ministeri d'Economia i Hisenda (www.meh.es) el següent:

L'Administració tributària informa dels criteris administratius existents per a l'aplicació de la normativa tributària, de conformitat amb el que regula l'article 87 de la Llei 58/2003, de 17 de desembre, general tributària, respecte del deure d'informació i assistència als obligats tributaris.

D'aquesta manera, quan l'obligat hagi ajustat les seves actuacions als criteris manifestats per l'Administració tributària, no incorre en responsabilitat per infracció tributària, segons el que s'exposa en l'article 179.2 de la Llei esmentada.

- 3.1. Introducció
- 3.2. Tributació directa
- 3.3. Tributació indirecta
- 3.4. Efecte fiscal del préstec participatiu intragrup
- 3.5. Requalificació fiscal del préstec participatiu



3.2 Tributació directa

En aquest apartat es recolliran les implicacions fiscals del préstec participatiu, tant en el prestatari persona jurídica com en el prestador persona física²¹ o jurídica. En el règim de tributació directa s'inclou l'impost sobre beneficis en els seus dos vessants: l'impost sobre societats i l'impost sobre la renda de les persones físiques.

Quant al prestatari, tal com expressa el punt 2 de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, «els interessos meritats es consideren partida deduïble a l'efecte de l'impost de societats del préstec». En aquest aspecte, el legislador reforça la condició de deute del préstec participatiu i, com a tal, reconeix la deduïbilitat corresponent de la seva remuneració.

En coherència amb la norma anterior, l'article 14.2 del Reial decret legislatiu 4/2004, de 5 de març, pel qual s'aprova el Text refós de la Llei de l'impost sobre societats, recull la mateixa consideració de deute i reconeix deduïbilitat idèntica per als interessos del préstec participatiu, quan estableix que «són deduïbles els interessos meritats, tant fixos com variables, d'un préstec participatiu que compleixi els requisits assenyalats en l'apartat 1 de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, sobre mesures urgents de caràcter fiscal i de foment i liberalització de l'activitat econòmica».

Tanmateix, cal tenir present que l'article anterior és més explícit que el que correspon al Reial decret llei 7/1996, ja que preveu l'interès total del préstec desglossat en els seus trams fix i variable, la qual cosa no deixa dubtes sobre la deduïbilitat fiscal de tota la càrrega financera, sense sotmetre, aparentment, aquesta deduïbilitat a cap mena de límit.²²

Pel que fa al tractament fiscal dels interessos rebuts pel prestador participatiu, té exactament la mateixa consideració que els interessos meritats per qualsevol finançament ordinari, és a dir, es reconeixen en la seva totalitat com a ingressos financers. En conseqüència, i amb independència que el prestador sigui persona física subjecta a l'IRPF o persona jurídica subjecta a l'impost sobre societats, ha de tributar per la remuneració completa del préstec.

De la mateixa manera s'expressa la Consulta vinculant número V0362-05 de la DGT, relativa a l'IRPF, quan indica que «per al prestador persona física no soci de la prestatària els préstecs participatius tenen la consideració de cessió de capitals propis a tercers, d'acord amb el que s'estableix en l'article 23.2 del Text refós de la Llei de l'impost sobre la renda de les persones físiques, aprovat pel Reial decret legislatiu 3/2004, de 5 de març, pel qual el rendiment s'integraria a la part general de la seva base imposable».

D'una manera anàloga es pronuncia la Consulta no vinculant número 0321-01, relativa a l'impost sobre societats del prestador, en indicar que «els préstecs participatius tenen la consideració de cessió de capitals propis a tercers. En conseqüència, i d'acord amb l'article 10.3 de la Llei 43/1995, de 27 de desembre,²³ de l'impost sobre societats, els interessos de qualsevol tipus procedents d'aquests préstecs s'integren a la base imposable de l'impost sobre societats del prestador, ja que formen part del resultat comptable, en el moment de la seva meritació».

En concret, el tractament fiscal del préstec participatiu reflecteix, en tots els aspectes, la naturalesa de préstec mercantil que té aquesta figura i, en conseqüència, per al prestatari té la consideració de recurs aliè i, per tant, el seu cost és despesa deduïble de l'impost sobre societats. Quant al prestador, el préstec es considera cessió de capitals propis a tercers, i la seva rendibilitat s'integra com a ingrés financer a la base imposable de l'impost sobre societats, o com a rendiment de capital mobiliari en la de l'IRPF.

No obstant això, per establir l'obligació tributària de qualsevol prestador, inclòs el participatiu, ha de tenir en compte tant la seva residència com el territori geogràfic on obté la renda, ja que aquestes qüestions són importants per determinar la ubicació de la tributació per obligació personal i real, respectivament.

²¹ Cap norma no impedeix que les persones físiques concedeixin un préstec participatiu; és més, és una operació habitual entre els propietaris i la seva empresa. Sobre això, la DGT no es pronuncia, ja que, com reconeix en la Consulta vinculant número V0362-05, no és competència seva establir si una persona física pot concedir un préstec participatiu, ja que aquesta qüestió no és una matèria fiscal, sinó de caràcter financer.

²² La Consulta vinculant número V0362-05 de la DGT, reconeix la deduïbilitat sense límit de la retribució d'un préstec participatiu quan les dues parts de l'operació siguin independents, fins i tot quan el tipus d'interès superi l'habitual del mercat.

²³ Actualment, la Llei 43/1995, de 27 de desembre, està derogada, però l'article 10.3 de la llei esmentada es correspon amb el mateix article en el Reial decret legislatiu 4/2004, de 5 de març, pel qual s'aprova el Text refós de la Llei de l'impost sobre societats.

Si el prestador està domiciliat i presta a Espanya, ambdues obligacions convergeixen i tributa exclusivament en el nostre país pels ingressos financers meritats pel préstec participatiu. A més a més, és aplicable una retenció del 15% sobre els interessos, a compte de l'impost corresponent, tret que el prestador sigui una entitat de crèdit²⁴ o pertanyi al mateix grup de consolidació fiscal que la prestatària.

Si el prestador és resident a Espanya i presta a l'estranger, és a dir, obté la renda en un país diferent,²⁵ i sense perjudici que pugui estar exempt en qualsevol dels dos països,²⁶ el prestador tributa a Espanya per obligació real i a l'estranger per obligació personal. D'aquesta manera, la retenció practicada a la font s'aplica segons el conveni vigent entre tots dos països i coincideix exactament amb l'impost definitiu que cal pagar en el país d'origen, ja que aquesta retenció té caràcter finalista. En aquests casos, el prestador pot aplicar la deducció per evitar la doble imposició internacional quan declari a Espanya les rendes obtingudes i gravades a l'estranger, segons el que s'estableix en l'article 31 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats.

Amb criteri idèntic s'expressa la Consulta número 0321-01 de la DGT i explicita, a més a més, que els interessos d'un préstec participatiu no tenen la consideració de dividendes, per la qual cosa, en cap cas, no es pot aplicar l'exempció i la deducció previstes en els articles 21 i 32 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats, per evitar la doble imposició econòmica internacional sobre dividendes i plusvàlues de font estrangera. Per tant, a la remuneració del préstec participatiu només li resulta aplicable la deducció per doble imposició internacional de l'article 31, però no l'exempció o deducció de l'article 21 i 32 del text refós, relatives exclusivament a dividendes.

La consulta anterior es complementa amb la número 1149-98, en indicar que la consideració d'interès que té la remuneració del préstec participatiu impedeix aplicar la deducció per activitats d'exportació a què es refereix l'article 37 del text refós esmentat, en tant que la constitució d'un préstec participatiu no representa l'adquisició de participació de la societat estrangera prestatària.

Com es pot observar, **el tractament fiscal del préstec participatiu no difereix en absolut de l'assignat als préstecs ordinaris**. Mereixen un esment especial les operacions vinculades i el seu cas particular de subcapitalització, pel règim específic al qual estan sotmeses. Precisament és dins de l'entorn d'aquestes operacions on trobem l'única especialitat que presenta, en el marc fiscal, el préstec participatiu davant de la resta d'instruments de deute.

Per determinar si hi ha vinculació entre les parts d'una operació financera, cal consultar l'article 16 del Reial decret legislatiu 4/2004, que aprova el Text refós de la Llei de l'impost sobre societats. Aquest article defineix, a través dels seus dotze apartats, les persones i les entitats considerades com a vinculades. D'aquesta manera, l'article esmentat estableix que l'Administració tributària «pot» valorar les operacions vinculades a preu de mercat quan la valoració realitzada pel subjecte passiu de l'impost hagi determinat, en el conjunt de les entitats o persones vinculades, un diferiment o una disminució de la tributació a Espanya respecte de la que hauria correspost per aplicació del valor normal de mercat.

Per tant, en cas de comprovació dels fets imposables i de l'activitat econòmica, l'Administració pot valorar segons el mercat l'operació participativa vinculada²⁷ per evitar, especialment, la desviació del benefici de l'entitat resident a un paradís fiscal o un territori de baixa tributació. Si l'operació vinculada es fa dins de l'àmbit nacional, l'Administració practica d'ofici l'ajust a valor de mercat entre totes dues entitats, és a dir, bilateralment, però, si hi ha implicada una altra sobirania fiscal, llavors l'ajust només és aplicable a l'entitat resident.²⁸ D'aquesta manera, aquest ajust no comporta cap sanció per al subjecte passiu. Atès que el valor de mercat és un concepte jurídic indeterminat,²⁹ l'Administració es val, per a la seva determinació, d'informes pericials que l'interessat pot discutir o, fins i tot, recórrer.

Precisament, és el valor de mercat l'aspecte singular que marca la diferència entre el préstec participatiu i el finançament ordinari, ja que els preus convencionals d'ambdós finançaments no s'assemblen en absolut. És més, atesa la dispersió del mercat dels préstecs participatius, resulta molt difícil establir un preu de referència

²⁴ La Directiva 2000/12/CE del Parlament Europeu i del Consell no inclou en el conjunt de les entitats de crèdit les societats de capital risc ni les entitats gestores de fons de capital risc, per la qual cosa ambdues entitats no queden exemptes de la retenció corresponent sobre els interessos dels préstecs participatius concedits.

²⁵ Amb independència que aquest país romangui o no a la Unió Europea, i amb independència de la relació societària entre prestador i prestatari.

²⁶ Es refereix tant a l'exempció en el país d'origen, per la seva pròpia normativa fiscal, com a Espanya, per aplicació de l'article 22 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats.

²⁷ En la mateixa línia s'expressa la Consulta vinculant número V0362-05, si bé cal tenir present que admet qualsevol tipus d'interès, sense límit de deduïbilitat, per a aquells préstecs que resultin d'una relació contractual entre dues parts independents.

²⁸ Tret que hi hagi, entre les entitats i les administracions dels països implicats, un acord multilateral específic per a aquesta operació concreta, ja que en aquest cas l'ajust es realitzaria en les dues parts de l'operació.

²⁹ En els préstecs ordinaris, el preu de mercat és un valor perfectament determinat pel tipus d'interès legal, actualment al voltant del 4 %.

concret. És a dir, a causa de l'ampli interval en el qual es mouen els tipus d'interès dels préstecs participatius, ens enfrontem a la inexistència d'un interès aproximat que es pot considerar de mercat. Amb tot, sempre que l'interès pactat no resulti massa diferent respecte dels tipus dispars aplicats per l'ampli espectre d'entitats financeres participatives, pot ser defensat davant de l'Administració tributària.

Prenguem com a exemple l'interès estipulat en un préstec participatiu entre empreses del grup Jazztel. Aquesta operació es va signar amb un tipus d'interès total de l'11,5 %, òbviament fora de mercat en els préstecs ordinaris, però admissible en el finançament participatiu, atesa l'ambigüitat de preus que presenten aquestes operacions.

Quant a la deduïbilitat dels interessos en els finançaments vinculats, i tret que l'Administració els pugui ajustar al valor de mercat, l'article 16 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats no estableix, per omissió, cap límit a la deducció.

En la mateixa línia, queda per analitzar la subcapitalització com a cas particular de les operacions vinculades quan aquestes operacions es produeixen entre una entitat resident i una altra de no resident. En aquest sentit, l'article 20.1 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats indica que «quan l'endeutament net remunerat, directe³⁰ o indirecte,³¹ d'una entitat, excloses les entitats financeres, amb una o altres persones o entitats no residents en territori espanyol amb les quals estigui vinculada, sobrepassi el resultat d'aplicar el coeficient 3 a la xifra del capital fiscal, els interessos meritats que corresponguin a l'excés tenen la consideració de dividend».

En definitiva, en cas de subcapitalització, la deduïbilitat dels interessos es troba limitada pel triple del capital fiscal mitjà³² i l'excés es considera dividend, per la qual cosa no pot ser deduït de la base imposable de l'impost com a mecanisme per evitar la fuita de beneficis. Tanmateix, segons el punt 4 de l'article esmentat, no s'aplica límit a la deducció «quan l'entitat vinculada no resident en el territori espanyol sigui resident en un altre Estat membre de la Unió Europea, tret que resideixi en un territori qualificat reglamentàriament de paradís fiscal». De la mateixa manera, atès que la subcapitalització està associada a operacions vinculades, l'Administració també pot valorar aquesta operació a valor de mercat.

Tanmateix, alguns autors interpreten com a buit legal el fet que l'article 20 del Reial decret llei 7/1996 no expliciti el tractament del préstec participatiu en les operacions vinculades i, concretament, no s'expressi en matèria de subcapitalització, per la qual cosa entenen com a oberta la possibilitat de no aplicar cap mena de límit a la deducció fiscal de la càrrega financera meritada per aquest préstec en les operacions esmentades.

Si bé és cert que el precepte anterior no remet a cap norma relativa a aquests conceptes, entenem que resulta del tot innecessari, ja que el mateix article 20 estableix de manera patent la indiscutible naturalesa de préstec que té l'operació participativa i, en conseqüència, estarà subjecte a la regulació general de l'impost sobre societats relativa a qualsevol operació de préstec. Aquest mateix criteri es recull en la Consulta número 0555-04, en indicar que els interessos del préstec participatiu tenen la consideració de fons aliens a l'efecte de les normes de subcapitalització de l'article 20 de la Llei de l'impost sobre societats.

D'altra banda, tenint en compte que la subcapitalització és un cas especial de vinculació, caldria matisar que l'article 16.2 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats estableix que «en els supòsits en els quals la vinculació es defineix d'acord amb la relació entre soci i societat, la participació ha de ser igual o superior al 5 %, o a l'1 % si es tracta de valors cotitzats en un mercat secundari organitzat. En conseqüència, no tots els préstecs participatius aportats per un soci a la seva societat són considerats operacions vinculades. Això és interessant per determinar si existeix subcapitalització i, per tant, si la deduïbilitat de la retribució del préstec és absoluta o limitada. En concret, si no s'arriba als límits establerts en el precepte anterior per al cas específic de soci i societat, llavors no concorre una vinculació entre les parts, per la qual cosa tampoc no es produeix la subcapitalització, i els interessos són deduïbles fiscalment sense límit a l'import.

³⁰ Es refereix a l'endeutament que es rep directament d'una societat vinculada. En aquests casos intervien només dues empreses: la prestadora i la prestatària.

³¹ Es refereix a l'endeutament que es rep indirectament d'una societat vinculada, és a dir, a través d'una altra empresa relacionada amb la prestadora, però sense vinculació amb la prestatària final. En aquests casos intervien tres empreses: el prestador inicial vinculat amb el prestatari final, i una entitat interposada vinculada exclusivament amb la prestadora, a través de la qual es formalitza l'operació. Esquemàticament, A presta a B, i B presta a C; A està vinculada amb B i amb C, però entre B i C no hi ha cap relació tot i que, evidentment, totes pertanyen al mateix grup.

³² S'entén per *capital fiscal mitjà* l'import dels fons propis mitjans de l'entitat, sense incloure el resultat de l'exercici i, evidentment, sense incloure el préstec participatiu. Cal tenir en compte que el préstec participatiu no forma part dels fons propis, sinó del patrimoni comptable sota uns supòsits determinats. Malgrat que els fons propis també formen part del patrimoni comptable, tots dos conceptes són diferents, tal com anàlogament entén la DGT en la seva Consulta número 2158-99.

Com a recapitulació d'aquest epígraf, podem concloure que la naturalesa de préstec que té l'operació participativa es reflecteix amb caràcter general en la normativa tributària, sense que es produeixi cap diferència entre el tractament fiscal del préstec participatiu i la resta d'operacions de deute. No obstant això, aquest préstec mostra un aspecte diferenciador a l'exclusiu entorn de les operacions vinculades, com és l'absència d'un valor aproximat de mercat que pugui ser utilitzat com a referència per valorar fiscalment aquestes operacions. Aquesta carència es produeix com a conseqüència de l'ampli interval en el qual es mouen els preus dins del préstec participatiu en el mercat, cosa que permet recórrer als ajustos que, si escau, realitzi l'Administració tributària respecte de la remuneració d'aquest préstec en les operacions vinculades.

3.3 Tributació indirecta

A aquest grup hi pertanyen l'impost sobre el valor afegit (IVA), l'impost sobre transmissions patrimonials (ITP) i l'impost sobre actes jurídics documentats (AJD). Respecte d'aquests impostos, no trobem cap diferència entre el préstec participatiu i la resta d'instruments de deute. Per tant, el que s'expressa a continuació resulta aplicable a qualsevol tipus de préstec.

Quan el prestador sigui subjecte passiu de l'IVA, l'operació està subjecta a aquest impost i exempta, segons el que s'estableix en l'article 20.U.18.c de la Llei de l'IVA per als préstecs dineraris.

Per estar subjecta a l'IVA, no està subjecta a l'impost sobre transmissions patrimonials, tal com estableix l'article 7.5 del Reial decret legislatiu 1/1993, de 24 de setembre, pel qual s'aprova el Text refós de la Llei de l'impost sobre transmissions patrimonials i actes jurídics documentats.

Pel que fa a l'impost sobre actes jurídics documentats, qualsevol préstec formalitzat en pòlissa o escriptura pública intervinguda notarialment està subjecte a aquest impost i exempt, tret que s'hagi d'inscriure en un registre. Exclusivament els préstecs coberts amb garantia real necessiten la inscripció registral corresponent per assolir plena eficàcia, de manera que només els préstecs hipotecaris i pignoratius requereixen l'oportuna inscripció en el Registre de la Propietat i en el de Béns Mobles, respectivament. En aquests casos, meriten el tipus percentual establert per a aquest impost en cada comunitat autònoma,³³ aplicable sobre el principal, interessos, més costos, és a dir, sobre la responsabilitat pignoratícia o hipotecària estipulada contractualment. Cal assenyalar que, en la pràctica, les úniques garanties que ocasionalment cobreixen el préstec participatiu són les personals, és a dir, fiances i avals, per la qual cosa el préstec participatiu sol quedar exempt d'aquest impost.

3.4 Efecte fiscal del préstec participatiu intragrup

Per completar l'anàlisi relativa a les implicacions fiscals del préstec participatiu a les operacions vinculades, considerem interessant dedicar un epígraf a l'estudi de l'efecte fiscal d'aquesta peculiar figura en el marc del finançament intragrup, justificat per la utilització freqüent del préstec participatiu en aquest àmbit, com a conseqüència dels múltiples avantatges que incorpora entre les empreses pertanyents a un mateix grup.

Entre els avantatges, cal destacar la integració del préstec participatiu en el patrimoni comptable de la prestatària,³⁴ cosa que el converteix en el finançament d'elecció per la seva capacitat per absorbir pèrdues en situacions extremes i evitar, si escau, la dissolució de la societat. En conseqüència, els préstecs participatius entre empreses pertanyents a un mateix grup són utilitzats, habitualment, en substitució de les aportacions de capital social, quan una d'aquestes empreses travessa una situació de pèrdues tan greu que es veu obligada a sanejar-les per recuperar l'equilibri patrimonial i una altra empresa del grup ofereix la seva ajuda.

³³ Al voltant de l'1 %.

³⁴ Recordem que exclusivament a l'efecte de disminució de capital i dissolució de societats previst en la legislació mercantil.

En aquest context, **l'efecte expansiu del préstec participatiu sobre el patrimoni comptable i la seva capacitat per neutralitzar pèrdues no implica exclusivament la prestatària, sinó que s'estén al grup de consolidació.** Per entendre aquesta derivació, n'hi ha prou de consultar l'article 67.4 del Text refós de l'impost sobre societats, que exclou del grup fiscal les entitats que al tancament del període impositiu es trobin sotmeses a una situació de pèrdues que deixin reduït el patrimoni a una quantitat inferior a la meitat del capital social, fins i tot si no tinguessin la forma de societats anònimes, llevat que abans de la conclusió de l'exercici en el qual s'aprovin els comptes anuals aquesta última situació s'hagi superat. Per tant, la norma exigeix un patrimoni sanejat per formar part d'un grup fiscal i, precisament, la legislació específica del préstec participatiu capacita aquesta figura per reequilibrar la situació patrimonial i mantenir, d'aquesta manera, la unitat fiscal entre el grup de societats.

En definitiva, les societats amb greus pèrdues no les poden consolidar fiscalment i, en aquest aspecte, el préstec participatiu pot ser utilitzat com a mecanisme per incrementar el patrimoni i permetre la reintegració de la prestatària al grup fiscal, tal com reconeix la Consulta tributària 1349-47, contestada per la DGT. D'aquesta manera, les pèrdues de l'empresa finançada participativament s'inclouen a la base imposable consolidada, amb la disminució consegüent de l'impost sobre societats del grup i l'estalvi fiscal que comporta. Òbviament, aquesta situació i el seu avantatge derivat no es produiria si el préstec fos ordinari en lloc de participatiu i, malgrat que sí que s'aconseguiria el mateix efecte amb una aportació de capital social, l'empresa finançada hauria de desemborsar, en aquest cas, l'1 % de l'augment de capital per l'impost sobre operacions societàries al qual estan subjectes les ampliacions de capital social. A aquest impost, evidentment, no hi estan subjectes els préstecs participatius, com corrobora la Consulta número 0706-02 de la DGT.

En concret, la utilitat del préstec participatiu interempresarial, davant de qualsevol altre finançament alternatiu, resulta evident per l'estalvi impositiu que permet en els grups de societats afectats per crisis patrimonials compromeses.

No obstant això, el préstec participatiu no tan sols s'utilitza en situacions de desajustos patrimonials, ja que els avantatges comparatius s'estenen a qualsevol situació empresarial. Tant és així que el préstec participatiu està substituïnt cada cop més els finançaments intragrup de qualsevol índole, ja siguin en forma de capital o de recursos aliens, com a conseqüència de l'interès que desperta el préstec per a totes dues parts de l'operació.

Respecte dels avantatges per al prestatari, recordem que els interessos meritats pel préstec participatiu són deduïbles en el seu impost sobre societats, cosa que no succeiria amb els dividendes si l'operació financera s'instrumentés a través d'un increment de capital social. A més de l'impacte que té la deduïbilitat dels interessos en la liquiditat de l'empresa, si la remuneració del préstec s'estableix sense tram fix i amb un tram variable associat al benefici, llavors s'aconsegueix minimitzar l'esforç de la prestatària per atendre la càrrega financera. És més, atesa la idiosincràsia d'aquest instrument amb relació al seu dilatat termini, fins i tot es podria formalitzar amb un període de mancaça màxima, és a dir, igual al seu venciment, amb la qual cosa s'assoliria un alleujament financer total.

Quant al prestador intragrup, els interessos d'un préstec participatiu referenciats al benefici de la prestatària tenen la mateixa capacitat remuneratòria que els dividendes, de manera que aquest préstec no distorsiona la rendibilitat esperada a la inversió del prestador. Per tant, al resultat empresarial del finançador li resulta completament indiferent l'aportació de capital o de deute participatiu.³⁵ És més, entenem que la retribució del préstec participatiu es podria ajustar exactament a la del capital social si s'establís, únicament, un tipus elevat d'interès participatiu amb el límit dels dividendes, ordinaris o preferents, pagats per la prestatària als seus propietaris.

Tal com es desprèn de tot el que s'acaba de dir, és en l'àmbit del finançament intragrup on els avantatges del préstec participatiu es mostren amb plena intensitat, ja que aquesta figura singular ofereix simultàniament els millors aspectes del finançament propi i de l'aliè.

³⁵ En el sentit més ampli, el préstec participatiu fins i tot pot ser utilitzat com a substitutiu temporal del capital social en la compra d'una empresa. Pot servir d'exemple el cas d'una farmàcia valenciana, l'adquisició de la qual no es va poder dur a terme en un moment concret per la manca de l'autorització administrativa corresponent. Per no perdre l'oportunitat, l'operació es va instrumentar amb un préstec participatiu concedit a la farmàcia i associat a beneficis, que incloïen una opció de compra futura per un valor residual. D'aquesta manera, es va garantir l'operació de compravenda i, mentrestant, el futur adquiridor va gaudir d'una remuneració equivalent al dividend, a l'espera de la llicència definitiva que permetés realitzar el canvi de titularitat mitjançant la conversió del préstec en capital social.

3.5

Requalificació fiscal del préstec participatiu

Determinades clàusules establertes en un contracte privat de préstec participatiu provoquen que l'Administració tributària requalifiqui fiscalment l'operació i no l'admeti com a tal, amb l'impacte consegüent en l'impost sobre societats del prestatari. Aquesta situació es produeix, gairebé exclusivament, en l'àmbit de les operacions vinculades.

En aquest sentit, aprofitant el silenci legal de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996 quant a la durada d'aquests préstecs, algunes empreses han intentat reduir la càrrega del grup fiscal concedint-se entre si préstecs participatius amb una durada indefinida. Tanmateix, la DGT es mostra inflexible sobre aquest punt i no admet aquesta operació de finançament com un préstec participatiu, sinó com una participació en els fons propis de l'empresa finançada i, d'aquesta manera, no considera la retribució del préstec com a interessos, sinó com a dividendes. Aquest criteri de la DGT es reflecteix en la seva Consulta vinculant número V0055-99 i en la Consulta no vinculant 2156-99.

Tot i que aquesta requalificació es podria criticar per raó de l'existència de deute perpetu, la DGT entén oportunament que un préstec participatiu referit a beneficis, subordinat per imperatiu legal i amb una durada il·limitada per pacte entre les parts, supera definitivament l'estreta línia que el separa dels fons propis. Per tant, no admet la deduïbilitat fiscal de la remuneració per reconèixer l'operació, de fet, com una aportació als fons propis i pren, en conseqüència, aquesta retribució com a dividendes.³⁶

En definitiva, la DGT exigeix un termini de devolució per reconèixer l'operació com un préstec participatiu i per permetre la deducció fiscal dels seus interessos, com es desprèn de la consulta vinculant esmentada, quan indica: «Els préstecs participatius constitueixen una figura particular dels contractes de préstec on l'especialitat rau, entre altres, en la determinació de la retribució. Però això no impedeix que s'hagin de respectar els elements essencials de tot contracte de préstec, com és l'obligació de tornar els diners rebuts pel prestatari en un termini determinat, tal com preveu l'article 1740 del Codi civil.» Per tant, com a préstec, el participatiu també ha d'estar subjecte a un termini, fins i tot si fos extremadament dilatat, atès que ni la norma específica ni la general per a qualsevol contracte de préstec no imposa límit al venciment.³⁷

Sota aquesta perspectiva, la jurisprudència admet l'establiment d'un termini manifestament ampli que es pot comprovar en la sentència del Tribunal Suprem de 8 de juny de 2002, motivada per un contracte privat de préstec ordinari sense interès i amb un termini de devolució de 75 anys. Aquest préstec va ser requalificat per l'Administració tributària com a donació onerosa i, com a tal, va produir la liquidació corresponent. Tanmateix, aquest tribunal va entendre que l'Administració no es va ajustar al dret i així ho va reflectir a la sentència, atès que «equiparar un préstec sense interès, tot i que sigui amb un termini dilatat de devolució, a una donació onerosa, equival tant com no interpretar en sentit jurídic». Cal remarcar que la clau es troba en la frase «tot i que sigui amb un termini dilatat de devolució». Per tant, n'hi ha prou d'estipular un venciment, malgrat que la seva amplitud s'allunyi de la convencional, perquè el préstec es reconegui com a tal, fins i tot si és participatiu, i l'Administració tributària no replantegi la seva consideració fiscal.

Una altra possible requalificació del préstec participatiu es produiria quan no s'establís, contractualment, el tipus d'interès obligatori variable referenciat a una magnitud empresarial, tal com exigeix el Reial decret llei 7/1996 per a aquests préstecs, amb independència de la remuneració fixa potestativa. Per explicar aquesta requalificació, cal recórrer a la lectura conjunta de la Consulta número 2158-99, que recorda la imposició legal anterior, i la Consulta número 0809-98, relativa a una operació vinculada de préstec amortitzable depenent de la liquiditat de la prestatària, els interessos de la qual eren independents del benefici. En aquest cas concret, la DGT va entendre que l'operació no es corresponia amb un préstec participatiu, ja que el que hi havia d'acord amb el paràmetre empresarial era la devolució del principal, i no la meritació d'interessos tal com exigeix la norma. A més a més,

³⁶ Aquesta interpretació és coherent amb la qualificació concedida als deutes subordinats amb venciment a la liquidació de la cooperativa per la norma que regula els aspectes comptables d'aquestes societats.

³⁷ Vegeu els articles 1740, 1753 i 1755 del Codi civil i els articles 312 i 314 del Codi de comerç.

aquests interessos no estaven referenciats a beneficis ni a cap altra magnitud empresarial.

En definitiva, la DGT va determinar que aquesta operació era un préstec simple, i malgrat que pugui semblar que una reconsideració així no té implicacions fiscals, atès que no altera la deduïbilitat en els interessos, l'impacte de la requalificació depèn de la situació patrimonial subjacent a la prestatària. És a dir, si la prestatària s'enfrontés a un desajust patrimonial causat per pèrdues i, a més a més, es trobés exclosa d'un grup fiscal com a conseqüència d'aquest desequilibri patrimonial, llavors la requalificació del préstec participatiu resultaria absolutament lesiva, ja que no es reconeixeria fiscalment l'increment del patrimoni comptable en l'entitat finançada, cosa que impediria l'ajust patrimonial i, subsidiàriament, la integració de les seves pèrdues en el resultat consolidat del grup fiscal.

En conclusió, i malgrat la flexibilitat que ofereix la normativa relativa a les operacions de préstecs participatius, aquests préstecs s'han d'ajustar a les condicions legals de tot préstec en general, i dels participatius en particular, per ser reconeguts per l'Administració tributària. Només així poden gaudir dels avantatges fiscals derivats de les seves característiques legals especials.

4

El préstec
participatiu a la
Llei concursal
22/2003 de 9
de juliol ³⁸

4.1 INTRODUCCIÓ

Aquest capítol l'hem extret expressament del capítol relatiu al marc legal, ja que considerem que té una entitat pròpia, justificada per l'impacte rellevant que té la situació concursal sobre el préstec participatiu. L'estructura de l'anàlisi que desenvoluparem a continuació s'iniciarà amb una exposició dels aspectes generals de la Llei concursal, cosa que ens permetrà, posteriorment, contextualitzar el préstec participatiu en el concurs.

A través d'aquest capítol, l'estudi detallarà aquells aspectes que afectin el préstec participatiu, tant des d'una perspectiva general com específica, i, alhora, descobrirà les conseqüències del tractament diferent que té aquesta figura davant de la resta de deutes convencionals en les dues solucions concursals possibles. Per acabar, es farà una àmplia anàlisi del préstec participatiu com a instrument de finançament dels plans de viabilitat en un entorn concursal.

³⁸ La particular interpretació de la Llei concursal continguda en aquest capítol està subjecta a totes les crítiques que vulguin fer els experts en dret mercantil. Demanem disculpes per avançat pels errors que hagi pogut fer, justificats, si escau, per l'absència de jurisprudència i per l'escassetat de bibliografia sobre aquest tema en el moment de la realització d'aquesta obra.

- 4.1. Introducció
- 4.2. Aspectes rellevants de la llei concursal 22/2003
- 4.3. Anàlisi específica del préstec participatiu en el concurs
- 4.4. El préstec participatiu com a instruments de finançament en el pla de viabilitat de la llei concursal 22/2003



4.2

Aspectes rellevants de la llei concursal 22/2003

L'aprovació de la Llei concursal 22/2003 ha permès reordenar tot el sistema jurídic concursal i ha concentrat en un únic text els aspectes materials i processals del concurs, cosa que indubtablement en facilitarà l'aplicació.

Al mateix temps, la Llei concursal ha introduït modificacions importants respecte de la dispersa normativa anterior, motiu pel qual seria interessant fer abans un estudi breu de la nova norma i, posteriorment, analitzar el tractament del préstec participatiu a la llei.

El primer canvi substancial el trobem, precisament, en la unificació dels procediments, de manera que els diferents tractaments processals aplicats abans de la nova llei en les situacions de concurs de creditors, quitament i espera, fallida i suspensió de pagaments s'han refés en un únic procediment denominat genèricament *concurso*.

Amb la nova norma, el concurs és el procediment comú per a totes les situacions d'insolvència amb independència de la causa que la motivi, ja sigui una il·liquidat transitòria o pèrdues irrecuperables.

Una altra novetat important d'aquesta llei es refereix a la persona concursada, ja que malgrat que hi ha una norma de l'any 1882 que preveia la possibilitat que les persones físiques no comerciants es poguessin declarar en suspensió de pagaments, aquesta via havia estat inutilitzada. Així mateix, la Llei concursal no diferencia la situació d'insolvència d'una persona jurídica o física comerciant d'una persona física no comerciant, de manera que la declaració de concurs és procedent per a qualsevol deutor,³⁹ amb l'excepció de les entitats que integren l'organització territorial de l'Estat, els organismes públics o les herències que no s'hagin acceptat.

El desenvolupament del procediment concursal es recull esquemàticament en el quadre 8, que conté els aspectes més rellevants juntament amb el seu articulat corresponent. A continuació, comentarem breument les qüestions més destacables del concurs segons la seva seqüència cronològica.

El procediment s'inicia amb la sol·licitud de concurs per insolvència del deutor. La petició confereix al concurs caràcter voluntari o necessari, segons si la fa el deutor o un creditor. Si l'insta el mateix deutor, ho pot fer no tan sols per la insolvència actual, sinó també per la insolvència futura, prevista com a imminent. La possibilitat d'anticipar en el temps la declaració de concurs evita que el deteriorament de la seva situació patrimonial impedeixi o dificulti les solucions més adequades per satisfer els creditors.

Després de la declaració judicial de concurs, el jutge que entengui la causa nomena els administradors concursals,⁴⁰ que determinen la massa activa, definida com el conjunt de béns i drets del deutor en la data de la declaració del concurs, segons que s'indica en l'article 76.1, i confeccionen la llista de creditors a partir de la massa passiva, entesa per l'article 49 com el conjunt de tots els creditors del deutor en la data de la declaració del concurs. Tanmateix, la definició de la massa passiva requereix la lectura conjunta de l'article 84, que concreta la seva composició i la redueix a aquells crèdits que no tinguin la consideració de crèdits contra la massa.⁴¹ En conseqüència, la confecció de la llista de creditors concursals es realitza sobre els crèdits residuals que queden després d'haver exclòs de la massa passiva els crèdits contra la massa.

Al mateix temps, l'administració concursal ha d'elaborar la llista de creditors, ordenada segons la classificació següent de crèdits establerta en l'article 89 exclusivament a l'efecte del concurs:

1. Crèdits privilegiats, dividits en:
 - 1.1. Crèdits amb privilegi especial, que afecten determinats béns o drets.
 - 1.2. Crèdits amb privilegi general, que afecten la totalitat del patrimoni del deutor.
2. Crèdits ordinaris, que no estan qualificats de privilegiats ni de subordinats.
3. Crèdits subordinats.

³⁹ Segons una notícia del diari Cinco Días del 16 de març de 2005, un jutjat de Barcelona va admetre a tràmit el concurs presentat per Josep G. E. i Mari Carmen B. T., un matrimoni de Sant Salvador de Guardiola (Barcelona). D'aquesta manera, es van convertir en la primera família insolvent que s'acollia a la Llei concursal per redefinir el pagament dels seus deutes amb els creditors i evitar l'embargament dels seus béns.

⁴⁰ Segons l'article 27, l'administració concursal ha d'estar integrada per un advocat, un auditor de comptes i un creditor titular d'un crèdit ordinari, o amb privilegi general que no estigui garantit.

⁴¹ Els crèdits contra la massa activa estan tipificats en els onze punts de l'apartat 2 de l'article 84, entre els quals hi ha els crèdits pels salaris dels últims 30 dies anteriors a la declaració de concurs i les despeses i els costos derivats de la sol·licitud i la declaració de concurs.

Quadre 8 Esquema del procediment concursal

Procediment concursal

1. Sol·licitud del concurs per insolvència del deutor (art. 5, 6 i 7)	10. Votació de les propostes presentades (art. del 121 al 126)
2. Declaració judicial del concurs (art. del 8 al 25)	11. Aprovació o rebuig judicial del conveni (art. del 127 al 132)
3. Nomenament d'administradors concursals (art. del 27 al 39)	12. Eficàcia i compliment del conveni (art. del 133 al 141)
4. Informe de l'administració concursal (art. 74 i 75)	13. Obertura de la fase de liquidació (art. del 142 al 162)
5. Determinació de la massa activa (art. del 76 al 83), dels crèdits contra la massa i de la massa passiva (art. del 84 al 88) amb classificació dels crèdits concursals (art. del 89 al 94)	14. Qualificació del concurs (art. del 163 al 175)
6. Publicitat i termini d'impugnacions (art. del 95 al 97)	15. Conclusió i reobertura del concurs (art. del 176 al 182)
7. Acabament de la fase comuna del concurs amb dictamen judicial de la resolució que escaigui (art. 98)	
8. Inici de la fase de conveni amb proposta de conveni i adhesions (art. del 99 al 115)	
9. Constitució de la junta de creditors (art. del 116 al 120)	

* La Llei concursal conté 230 articles. Els articles 183 i següents recullen les normes processals generals i del sistema de recurs. Inclou, a més de l'exposició de motius, tres disposicions addicionals, dues disposicions transitòries, una disposició derogatòria i 35 disposicions finals.

Segons que es desprèn d'aquest article, l'administració concursal ha de classificar els crèdits en privilegiats i subordinats. Els deutes residuals que no s'inclouen en alguna d'aquestes dues categories es corresponen amb els crèdits ordinaris. En definitiva, l'administració concursal concreta els crèdits a la llista de creditors i els classifica segons l'ordre que marca, posteriorment, la prelación de cobrament en el concurs.

Cal assenyalar que, des de la declaració del concurs, queda suspesa la meritació dels interessos, excepte en els crèdits salarials i en els coberts amb garantia real fins on arribi la garantia respectiva, segons que indica l'article 59 de la llei. S'ha de tenir en compte que la suspensió esdevé efectiva a partir de la declaració i no pas des de la sol·licitud del concurs, i en aquest interval de temps el deutor pot contraure deutes nous.

Un cop acabades les masses del concurs, l'administració concursal elabora un informe que conté l'estat de la comptabilitat del deutor i l'acompanya de l'inventari de la massa activa,⁴² de la llista de creditors concursals referida a la data de la sol·licitud del concurs i d'una relació dels crèdits contra la massa meritats i pendents de pagament. Aquest informe conclou, segons l'article 75 relatiu a la seva estructura, amb una anàlisi sobre la situació patrimonial del deutor, cosa que permet determinar si la massa activa és suficient per satisfer els deutes o, si escau, quina és la desviació entre totes dues. Resulta obvi comentar com de valuosa resulta aquesta informació per al creditor en la seva presa de decisions.

Després de la presentació de l'informe de l'administració concursal davant del jutge, s'obre el termini d'impugnació de l'inventari i de la llista de creditors. Les impugnacions es tramiten per la via de l'incident concursal, segons l'article 96.4, de manera que no suspeneu el procediment del concurs, tret que el jutge decideixi que sigui d'una altra manera, tal com manifesta l'article 192.2.

Un cop transcorregut el termini d'impugnacions, finalitza la fase comuna del concurs amb dictamen judicial de la resolució que s'escaigui i s'inicia la fase de conveni amb la proposta i les adhesions.

La proposta de conveni ha de contenir proposicions de quitament o d'espera, si bé és possible acumular totes dues coses. Novament ens trobem davant d'una altra modificació important que afecta els crèdits ordinaris, ja que l'antiga norma no preveia limitacions al quitament ni a l'espera. No obstant això, la Llei concursal estableix, amb les excepcions dels articles 100.1 i 104.2, que el quitament o la re-

⁴² Segons l'article 82.3, la valoració de l'inventari de la massa activa es fa a preu de mercat. No té sentit inventariar la massa activa segons el seu valor comptable davant d'una possible liquidació.

ducció de crèdits no pot sobrepassar el 50% de la quantia de cadascun dels deutes ordinaris, mentre que l'espera o l'ajornament en el pagament no pot superar els cinc anys a partir de la resolució judicial que aprovi el conveni.

Així mateix, segons l'article 100.4, les propostes han d'anar acompanyades d'un pla de pagaments, amb l'especificació dels recursos previstos per complir-lo. Això últim fa recomanable que el pla es dissenyi segons les previsions de tresoreria de l'empresa concursada, especialment si tenim en compte que és necessàriament avaluat per l'administració concursal per comprovar-ne la consistència amb les expectatives de liquiditat. És més, l'administració concursal ha d'emetre una avaluació sobre el contingut de la proposta, en relació amb el pla de pagaments i, si escau, amb el pla de viabilitat que l'acompanyi en virtut del que estableix l'article 115.1. Aquest escrit d'avaluació, que s'ha d'adjuntar a l'informe, proporciona una informació valuosa per als creditors, ja que s'utilitza per decidir la solució de l'empresa concursada.

Un cop tramitada la proposta, es constitueix la junta de creditors amb la concurrència necessària de, com a mínim, la meitat del passiu ordinari del concurs. Un cop constituïda la junta, es deixa pas, en primer lloc, a la votació de la proposta presentada pel concursat. Si no s'acceptés, es votarien les presentades pels creditors. L'acceptació d'una proposta requereix, amb les excepcions de l'article 124, el vot favorable de, com a mínim, la meitat del passiu ordinari del concurs.

No obstant això, la llei introdueix una altra novetat destacable, ja que amb la intenció de simplificar el procés permet presentar, en els terminis previstos, una proposta anticipada⁴³ de conveni. La singularitat d'aquesta proposta rau en el fet, si el nombre d'adhesions arriba a la majoria exigida per a l'aprovació del conveni,⁴⁴ aquest conveni es considera judicialment acceptat sense necessitat d'haver de convocar la junta de creditors. Per tant, l'acceptació per adhesions de la proposta anticipada permet l'aprovació del conveni durant la fase comuna del concurs i elimina l'obertura de la fase de conveni.⁴⁵

Per facilitar-ne la comprensió, el quadre 9 mostra, comparativament, els terminis de presentació corresponents a cadascuna de les propostes. A més a més, com es pot observar, les propostes no anticipades disposen de dos terminis de presentació alternatius. En tot cas, les adhesions o el vot de la junta decideixen qualsevol de les dues solucions possibles del concurs, és a dir, el conveni o la liquidació de l'empresa concursada.

Quadre 9 Termini de presentació de les propostes

Proposta anticipada

Article 104 • Des de la sol·licitud de concurs voluntari o necessari fins a l'expiració del termini de comunicació de crèdits

Proposta

Article 113 • Des de l'expiració del termini de comunicació de crèdits fins a la terminació del termini d'impugnació de l'inventari i la llista de creditors, o
• Des de la convocatòria de la junta fins a 40 dies abans de la data designada per a la seva celebració

L'aprovació del conveni permet la continuïtat de l'empresa i és la solució natural en les situacions d'insolvència transitòria, sempre que les propostes presentin un pla de pagaments adequat i reforçat amb un pla de viabilitat convincent. Cal assenyalar que el conveni assoleix plena eficàcia amb la sentència judicial d'aprovació, tret que el jutge rebutgi d'ofici el conveni aprovat per la junta. No obstant això, entre la data de conclusió de la junta i l'aprovació judicial s'obre un termini d'impugnació de deu dies. D'altra banda, l'acabament del concurs es produeix quan el deutor justifica el compliment íntegre del conveni davant del jutge, que dicta l'acte de conclusió que culmina el procediment concursal.

En canvi, quan la majoria no accepti el conveni o, fins i tot, quan aquest conveni no es proposi, es procedeix a l'obertura de la fase de liquidació dels béns del deutor. Aquest és el desenllaç habitual en cas d'insolvència definitiva com a conse-

Quadre 10 Procediments concursals

Procediments concursals

Abans de la Llei concursal

Procediment	Solució
Suspensió de pagaments Quitament i espera	Continuïtat
Fallida Concurs de creditors	Liquidació

Llei concursal 22/2003

Procediment	Solució
Concurs	Existeix conveni: continuïtat No existeix conveni: liquidació

qüència de pèrdues acumulades. Tanmateix, no és necessari sotmetre la liquidació de l'insolvent al vot de la junta, ja que es pot assolir directament aquesta fase a petició del deutor i juntament amb la sol·licitud de concurs voluntari, quan tingui constància que la seva solvència és irreversible de manera patent.

És més, la Llei concursal, en el seu ànim de dotar el procediment amb flexibilitat, permet que, abans de la constitució de la junta de creditors i dins dels terminis previstos en l'article 142, qualsevol part pugui instar, de manera justificada, la liquidació en un concurs que s'iniciï amb intenció de conveni. En aquests casos, el jutge posaria fi a la fase comuna i obriria la fase de liquidació amb què, d'una manera àgil, es desviaria el procediment cap a una obertura de liquidació amb l'estalvi consegüent de temps i de costos. En conclusió, la realització de la massa activa del concurs s'ajusta al pla de liquidació que presenta l'administració concursal davant del jutge.

Com a recapitulació de tot el que s'ha dit, encara que el procediment és únic per a qualsevol situació d'insolvència, la possibilitat de resolució és doble, ja que pot desembocar en conveni —i, per tant, en continuïtat empresarial— o en liquidació —i, consegüentment, en dissolució de la societat. Aquesta dualitat resolutòria es mostra en el quadre 10, que conté, a més a més, una comparació entre els procediments de la normativa anterior i l'actual.

Com a conclusió d'aquesta anàlisi, cal destacar que la llei ha substituït el marcat caràcter sancionador de l'antiga norma per una regulació flexible, la finalitat de la qual és simplificar el procediment.

Així mateix, tot i que preveu dues solucions concursals, l'exposició de motius de la llei assenyala el conveni com la solució normal del concurs. Per fomentar aquesta via, desenvolupa una sèrie de mesures innovadores, entre les quals destaquen la consideració del pla de viabilitat i la possibilitat de tramitar una proposta anticipada de conveni. L'aprovació judicial d'aquesta proposta dota el procés amb una agilitat patent i amb un retall de costos notable.

En definitiva, la Llei concursal pretén preservar la continuïtat de les empreses que es consideren totalment o parcialment viables, en benefici dels creditors, del mateix concursat, dels treballadors i d'altres interessos. L'informe preceptiu de l'administració concursal és una garantia més d'aquesta solució.

Després d'aquest breu recorregut per la nova norma, que tenia com a única finalitat oferir una perspectiva general del concurs, els epígrafs següents aprofundiran en el tractament que la Llei concursal fa del préstec participatiu.

⁴³ Regulada en els articles del 104 al 110.

⁴⁴ Es requereix, almenys, la meitat del passiu ordinari del concurs, segons el que indica l'article 124.

⁴⁵ Les propostes no avançades també permeten adhesions, tot i que sense efecte decisivament aprovatori en el conveni. L'adhesió en una proposta no anticipada es considera un vot d'aprovació i elimina la necessitat d'assistència i vot a la junta, tal com indica l'article 118.3. No obstant això, no són excloents ni vinculants, ja que, malgrat que el creditor s'hagi adherit a la proposta, pot assistir a la junta i votar en contra del conveni, segons l'article 121.4. Es procedeix de la mateixa manera en el cas de les adhesions de propostes avançades que no hagin assolit l'aprovació del conveni, en virtut de l'article 110.2.

4.3

Anàlisi específica del préstec participatiu en el concurs

Abans d'iniciar l'estudi del préstec participatiu a l'entorn concursal, seria interessant recordar l'obligació imposada pel reial decret llei de compensar l'amortització anticipada d'aquest préstec amb un increment dels fons propis de la mateixa quantia.

Aquesta qüestió resulta rellevant en el cas d'un concurs imminent perquè el creditor participatiu vigila l'evolució del resultat de l'empresa, ja que d'aquest resultat en depèn, com a mínim, una part de la remuneració del préstec. És més, fins i tot pot ser que el mateix prestador participatiu sigui simultàniament propietari del deutor, a través d'una societat de capital risc o d'una empresa del mateix grup. Per aquest motiu, seria el primer creditor a detectar el risc immediat de concurs i, en aquest cas, forçaria la devolució del deute just abans de la declaració concursal.

Precisament, la imposició legal de compensar la cancel·lació del préstec per mantenir intacte el nivell de solvència és una garantia davant de la resta de creditors potencialment concursals, que d'aquesta manera blinden la seva posició privilegiada davant de l'amortització del deute participatiu realitzat abans d'una possible declaració de concurs.

Un cop realitzada la matisació anterior, i com a introducció a l'anàlisi del préstec participatiu en el concurs, cal assenyalar que, malgrat que aquest instrument és cada cop més utilitzat en l'àmbit del finançament empresarial, la Llei concursal no reconeix expressament el préstec participatiu i, en conseqüència, no li dedica un tractament exclusiu en el concurs de creditors.

No obstant això, la Llei concursal presenta una altra novetat important, ja que introdueix els crèdits subordinats com una nova categoria «per classificar aquells que mereixen romandre postergats després dels ordinaris».⁴⁶

Per això, i atès el rang subordinat dels préstecs participatius establerts en el Reial decret llei 7/1996, «els préstecs participatius, segons la prelació de crèdits, se situen després dels creditors comuns».⁴⁷ Aquests préstecs es regulen, a l'efecte exclusivament concursal, indirectament a través dels crèdits subordinats previstos a la Llei concursal.

Per entendre el tractament del préstec participatiu en el concurs, farem una anàlisi de l'articulat referent als crèdits subordinats a la Llei concursal, encara que la primera referència a aquests crèdits ja l'hem trobada en els títols IV, V i VII de l'exposició de motius, que sintetitzen el que posteriorment es desenvolupa en els articles corresponents a aquests crèdits.

La ubicació qualitativa dels crèdits subordinats en el concurs i, per extensió, la dels préstecs participatius requereix la lectura conjunta dels articles 49 i 84 de la llei. En primer lloc, l'article 49 estableix que la massa passiva estigui integrada per tots els crèdits del deutor i, per la seva part, l'article 84 defineix els crèdits concursals de la massa passiva com aquells que no tenen la consideració de crèdits contra la massa. Com que als deutes subordinats els manca aquesta consideració, queden integrats en el grup dels crèdits concursals de la massa passiva i, per tant, es consideren com una obligació més, tot i que amb el seu rang corresponent, que ha d'atendre el concursat.

L'article 89 completa el perfil dels crèdits concursals, en classificar-los a la llista de creditors com a privilegiats, ordinaris o subordinats només a l'efecte del concurs. És més, l'article 92 tipifica els crèdits que són considerats subordinats en el concurs⁴⁸ i, en concret, l'apartat 2 d'aquest article es refereix indirectament als préstecs participatius quan defineix com a crèdits subordinats concursals «els crèdits que per pacte contractual tinguin el caràcter de subordinats respecte de tota la resta de crèdits contra el deutor».

De la lectura anterior se'n desprèn que els administradors concursals han de classificar els prestadors participatius com a subordinats a la llista de creditors. Tan-

⁴⁶Transcripció de la definició continguda en el títol V de l'exposició de motius.

⁴⁷Cal tenir en compte que, mentre que per al reial decret llei són creditors comuns, per a la Llei concursal són ordinaris, però, en definitiva, es refereixen al mateix concepte.

⁴⁸Atès que la subordinació arriba a la seva rellevància màxima en cas de liquidació, presentarem aquest article 92, juntament amb una anàlisi, en l'epígraf corresponent.

mateix, la redacció d'aquest article amb la referència expressa al pacte contractual és una qüestió que inquieta els prestadors participatius, ja que temen la pèrdua del rang subordinat i, en conseqüència, la desarticulació de la seva operació participativa si no s'explicita mitjançant una clàusula del contracte el caràcter subordinat del seu préstec.

Si el text concursal oblida explícitament la figura del préstec participatiu i estableix, a més a més, que la subordinació està sotmesa a un pacte contractual, es podria pensar que només són subordinats els crèdits que així s'especifiquin en el contracte i que, a més a més, només són participatius els préstecs que continguin la clàusula contractual de subordinació. Aquest raonament s'enduriria si tenim en compte que la normativa concursal té rang de llei, mentre que la norma que defineix el préstec participatiu és un decret llei, amb la qual cosa, òbviament, prevaldria el que s'indica en la Llei concursal.

Aquesta interpretació de l'article 92.2 fa que els prestadors participatius incloguin expressament en els contractes la condició subordinada del préstec, amb la finalitat d'assegurar la seva armadura legal i eliminar incerteses.

No obstant això, entenem que el legislador no ha omès per distracció el préstec participatiu a la Llei concursal, com tampoc la resta de deutes subordinats per disposició legal expressa. Al contrari, com que la subordinació també es pot donar a causa d'un pacte entre les parts, creiem que, amb ànim de simplificar, s'ha decantat per reduir tot el conjunt de deutes subordinats a la denominació comuna de *pacte contractual*.

Considerem, a més a més, que, en un entorn financer tan innovador, el legislador ha previst la possibilitat que apareguin nous instruments subordinats i, per anticipar-se al futur amb sentit pragmàtic, ha preferit tipificar genèricament els deutes subordinats de l'article 92.2, de manera que els instruments futurs estiguin previstos a la Llei concursal, en lloc d'elaborar una llista tancada amb especificació explícita dels que ja existeixen, ja que, si no, caldria realitzar ampliacions posteriors a la llei per incorporar els nous instruments.

Així doncs, malgrat que sembli que el legislador no reconeix la subordinació legal típica d'aquests deutes si no és a través d'una clàusula en el contracte, considerem que la Llei concursal no entra en col·lisió amb la normativa concreta que les regula, sinó que redirigeix la lectura a cadascuna de les seves legislacions específiques, i entén n'hi ha prou que en el contracte s'hi determini el tipus d'operació que pacten les parts.

En el nostre cas concret, la Llei concursal no redefineix el préstec participatiu i, per tant, no s'encavalca amb el real decret llei que el regula, sinó que estableix, entre altres particularitats, que aquests préstecs tenen rang subordinat. En conseqüència, per incloure el pacte contractual que exigeix la llei, es requereix simplement determinar la condició de participatiu en el contracte del préstec.

Per resumir tot això, podem dir que és necessari i suficient especificar en el contracte que el préstec és participatiu i que amb això s'incorpora implícitament no tan sols la subordinació en cas de concurs, sinó, a més a més, la resta de característiques legals que li són pròpies per imperatiu legal del real decret llei que el defineix.⁴⁹

Aquest argument es reforça amb un contraexemple: considerem que els préstecs participatius són subordinats en el concurs només si aquesta condició consta d'una clàusula contractual, de la qual cosa deduem que la llei delega la subordinació a la lliure autonomia de les parts. Hem d'incloure llavors en els contractes de préstec participatiu el pacte exprés de no-subordinació. Evidentment, aquesta situació toparia amb la seva mateixa naturalesa subordinada imposada pel real decret llei que el regula i, en conseqüència, aquesta clàusula quedaria sense efecte en una situació concursal si, en el contracte, el préstec tingués l'adjectiu de participatiu.

Segons el supòsit anterior o, alternativament, segons el supòsit d'omissió de la clàusula de subordinació, la pèrdua del caràcter subordinat del préstec participa-

⁴⁹Com a exemple d'això, a més de la denominació *contracte de préstec participatiu* exposada en l'encapçalament del document contractual, es podria incloure la clàusula següent per reforçar la naturalesa del préstec: «És intenció de les parts que aquest préstec sigui considerat participatiu, en els termes en què aquest tipus de préstecs han estat definits per l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny. En conseqüència, les parts acorden expressament que tota clàusula d'aquest contracte de préstec participatiu que pugui impedir la qualificació esmentada del préstec, a l'efecte esmentat, es consideri inexistent.»

tiu en cas de concurs lesionaria els interessos dels creditors ordinaris, que, per fer prevaler els seus drets, s'empararien en el reial decret llei i impugnarien l'ordre de prelació de la llista de crèdits concursals, situant els creditors participatius en el lloc que els correspon segons l'article 92.2.

En conclusió, considerem que l'absència de subordinació en els contractes de préstecs participatius no els faria perdre la seva naturalesa subordinada en situacions concursals, ja que entenem que aquesta figura és subordinada per definició del Reial decret llei 7/1996 i no pas per pacte contractual, és a dir, no pas perquè ho decideixin les parts.

D'altra banda, res no impedeix celebrar contractes de préstec la remuneració dels quals participi dels beneficis o de qualsevol altre índex relacionat amb l'evolució de l'empresa. Això no significa necessàriament que siguin participatius, ja que, si en el contracte no s'especifica aquesta denominació, no són subordinats si no s'inclou expressament i lliurement aquesta clàusula, però tampoc no poden ser computats com a patrimoni comptable a l'efecte de disminució de capital i dissolució previstos a la legislació mercantil, ja que aquesta particularitat és assignada per la normativa legal exclusivament als préstecs participatius.

En definitiva, no es pot pactar una operació a la mida de les parts que seleccioni els avantatges del préstec participatiu i n'ometi els inconvenients. Per tant, només si el préstec s'estipula com a participatiu, llavors recollirà intrínsecament totes les característiques que li assigni el reial decret llei. En cas contrari, i malgrat que la seva remuneració sigui participativa, serà considerat amb caràcter general com un simple instrument de deure desproveït, en conseqüència, de les similituds que l'aproximen als fons propis.

Un cop classificats els crèdits subordinats, el fet següent que cal destacar és la suspensió de la meritació d'interessos des de la declaració de concurs, establerta en l'article 59.1 per a tots els crèdits concursals, tret dels salarials o dels coberts amb garantia real. La suspensió de la meritació és una qüestió lògica si tenim en compte que el deute veritable és el capital prestat pendent de devolució, mentre que els interessos són només la remuneració del crèdit.⁵⁰ En conseqüència, no tenen cabuda en la massa passiva del concurs, ja que considerar els interessos com una obligació incorporada als seus crèdits corresponents no faria sinó engrandir el deute dels creditors financers en detriment de la liquiditat disponible per als deutes sense remuneració establerta. En aquest sentit, la llei entén que tots els creditors, inclosos els participatius, tenen el mateix dret a recuperar el capital endeutat al marge de la remuneració meritada des de la declaració del concurs.

Tanmateix, la suspensió de la meritació d'interessos no afecta el préstec participatiu de la mateixa manera que la resta de deutes financers, ja que el seu sistema de remuneració singular relativitza l'impacte d'aquesta supressió, sempre que l'origen de la insolvència es trobi en una acumulació de pèrdues i el tram variable de l'interès depengui dels resultats empresarials. En aquest cas, només se suspèn, de fet, la meritació del tram fix, ja que el tram participatiu ja estaria anul·lat des de la inexistència de beneficis. En canvi, si la insolvència es deu a un desajust financer i, per tant, l'empresa conserva un resultat positiu, llavors la suspensió de la meritació d'interessos afectaria amb total intensitat tots dos trams de l'interès, és a dir, la remuneració global del préstec.

Si avancem en l'anàlisi, la qüestió següent que cal ressaltar és la presentació de la proposta de conveni, que «pot» incloure alternatives diferents i que «ha» de contenir proposicions de quitament o espera, amb la possibilitat d'acumular totes dues coses segons el que disposen els articles 99.1 i 100.1, respectivament. Cal recordar les limitacions imposades, amb excepcions,⁵¹ al quitament i l'espera pel mateix article 100.1 exclusivament per als crèdits ordinaris, sense cap esment exprés per a la resta de crèdits.

L'article 100.2 preveu una altra possibilitat en el contingut de la proposta de conveni, en acceptar ofertes de conversió de crèdits en accions, participacions o quotes socials, o en crèdits participatius. Aquesta referència al préstec participatiu és una de les dues úniques⁵² que trobem en aquesta llei, però és important veure l'afinitat que, segons el legislador concursal, els préstecs participatius tenen amb els

⁵⁰ Cal tenir en compte que els interessos meritats no es recullen en el passiu del balanç, sinó que es corresponen amb les despeses financeres del compte de pèrdues i guanys segons el Pla general comptable vigent, o estat o compte de resultats segons les NIF/NIC.

⁵¹ L'excepció als límits l'estableixen l'article 100.1, que permet superar-los en empreses concursades l'activitat de les quals pugui tenir una transcendència especial per a l'economia, i l'article 104.2, per a empreses que presenten una proposta anticipada de conveni i preveuen, a més a més, atendre'n el compliment amb els recursos generats per la mateixa empresa. En tots dos casos, el quitament i l'espera es preveuen en el pla de viabilitat que, a vegades, ha d'acompanyar necessàriament la proposta de conveni. Finalment, és el jutge qui autoritza la superació dels límits establerts a la llei.

⁵² L'altra ressenya la trobem en l'article 134.1, que regula l'extensió subjectiva del conveni i torna a referir-se a les mateixes oportunitats de conversió.

recursos propis, ja que els anomena juntament amb les parts alíquotes del capital social. Aquesta conversió implicaria una disminució de passiu exigible i una ampliació de fons propis amb càrrec a una permuta financera, amb l'alleujament consegüent per a l'empresa insolvent.

Després de la tramitació de la proposta i un cop constituïda la junta de creditors segons els requisits legals, es passa a la votació del conveni. En aquest context ens tornem a trobar amb una altra novetat legislativa important, ja que l'article 122.1.1 de la Llei concursal estableix que els titulars de crèdits subordinats no tenen dret a vot. No obstant això, segons el que estableix l'article 122.2, sí que poden exercir el dret a vot, per la part que els correspongui, si, a més a més, són titulars d'altres crèdits.

Tanmateix, el prestador participatiu, com qualsevol creditor del concursat, té el dret d'assistència o representació a la junta amb l'única condició, imposada per l'article 118, d'estar inclòs a la llista de creditors. Així mateix, com a creditor subordinat conserva el dret de veu, ja que la llei només manifesta la supressió del dret de vot i, en conseqüència, pot intervenir en els debats de la junta. Però el legislador el priva del seu dret a votar perquè potser entén que el seu vot desvirtuaria l'acord de la junta.

Cal tenir en compte que els creditors subordinats suporten pràcticament el mateix risc que tenen els propietaris de la concursada de no participar en la liquidació. Per aquest motiu, a tots dos els convindria que la junta aprovés el conveni i l'empresa pogués continuar la seva activitat, ja que, d'aquesta manera, hi hauria la possibilitat que el negoci remuntés la seva situació d'insolvència i, per tant, l'oportunitat de recuperar la inversió. Tanmateix, la continuïtat de l'empresa en situacions insalvables provocaria un empitjorament inevitable de la seva situació patrimonial, cosa que disminuiria sensiblement la seva deteriorada capacitat per liquidar els deutes durant el procés concursal.

En definitiva, el legislador considera els creditors subordinats amb els mateixos interessos que els propietaris de la concursada i, com fa amb aquests propietaris, els exclou de votar a la junta per evitar els prejudicis, cosa que provocaria una continuïtat empresarial inviable per a la resta de creditors. Aquesta interpretació enllaçaria amb la similitud que la Llei concursal troba entre els préstecs participatius i les parts del capital social, quan preveu la possibilitat de convertir els crèdits en qualsevol dels dos recursos financers esmentats.

Cal ressaltar, a més a més, que la prohibició de votar s'estén implícitament a una altra privació, ja que els creditors subordinats no tan sols no es poden adherir a les propostes, atès que l'adhesió és una forma de donar el vot d'aprovació al conveni, sinó que també, en concret, la supressió del dret de vot elimina amb total amplitud la capacitat per decidir la solució de l'empresa concursada i, d'aquesta manera, la llei garanteix que la votació no pugui ser contaminada pels interessos dels creditors propers als propietaris.

Si el conveni s'accepta, s'obre el termini d'impugnació previ a la sentència judicial d'aprovació o, si escau, el rebuig d'ofici del conveni aprovat per la junta. En aquest sentit, l'article 128.1 no legitima expressament els creditors subordinats per formular la seva oposició a l'aprovació judicial del conveni.⁵³ Davant d'aquesta omisió i després del que s'exposa en l'article esmentat, es podrien oposar quan no assistissin a la junta, malgrat que resulta dubtós que es puguin legitimar subreptíciament per aquesta via. En qualsevol cas, si creguessin que els seus drets han estat lesionats, els quedaria el recurs de desaprovar verbalment les infraccions legals i sol·licitar que consti en l'acta. D'aquesta manera podrien aconseguir, si escau, el rebuig judicial d'ofici del conveni acceptat per la junta, segons el que s'estableix en l'article 131 de la Llei concursal.

En conclusió, el vot de la junta decideix, tret que el jutge s'hi oposi d'ofici, l'aprovació o el rebuig del conveni, la qual cosa dóna lloc a dues solucions concursals: continuïtat o liquidació del deutor. Atès que ambdues solucions tenen conseqüències totalment divergents i per facilitar la comprensió de l'encaix del préstec participatiu en cadascuna d'aquestes solucions, estructurarem l'anàlisi mitjançant els dos epígrafs següents.

⁵³ Article 128. Oposició a l'aprovació del conveni
1. [...] Estan activament legitimats per formular aquesta oposició l'administració concursal, els creditors no assistents a la junta, els que hi hagin estat il·legitimament privats de vot i els que hagin votat en contra de la proposta de conveni acceptada per majoria, com també, en cas de proposta anticipada de conveni, qui no s'hi hagi adherit [...].

4.3.1. Anàlisi del préstec participatiu en el conveni

Si els creditors accepten la continuïtat de l'empresa concursada i el jutge dicta sentència i aprova el conveni acceptat per la junta, llavors, i segons l'article 134, «el contingut del conveni vincula el deutor i els creditors ordinaris i subordinats,⁵⁴ respecte dels crèdits anteriors a la declaració de concurs, malgrat que, per qualsevol causa, no hagin estat reconeguts». D'aquesta manera, la Llei concursal no fa cap distinció entre les diferents classes de creditors.

Seguint citant l'article 134, «els creditors subordinats queden afectats pels mateixos quitaments i les mateixes esperes establerts en el conveni per als ordinaris». Aquesta indicació completa el que s'especifica en l'article 100.1 quant als límits imposats al quitament i l'espera per als crèdits ordinaris, i estén els mateixos límits,⁵⁵ amb les seves excepcions, per als subordinats. És a dir, si els quitaments i les esperes dels crèdits ordinaris estan limitats per l'article 100.1, i l'article 134 estableix que els subordinats suporten els mateixos quitaments i les mateixes esperes que els ordinaris, llavors els subordinats també estan subjectes implícitament a les mateixes limitacions establertes en l'article 100.1 per als ordinaris.

En aquest sentit, la Llei concursal no fa cap discriminació entre ambdós grups de crèdits i, amb això, el legislador tracta els préstecs participatius previstos en el conjunt dels deutes subordinats com un crèdit més, respectant el doble comportament d'aquest original instrument financer.

No obstant això, continua el mateix article 134, «els terminis d'espera dels crèdits subordinats es computen a partir del compliment íntegre del conveni respecte dels crèdits ordinaris». És a dir, esperen el mateix termini, però l'inici del còmput d'aquest termini es realitza a partir del moment en què els creditors ordinaris es troben totalment rescabats. Tret d'això, el legislador fa prevaler el caràcter subordinat de determinats crèdits i, en conseqüència, en posterga el pagament al dels ordinaris.

En concret, la llei manté intacte el reconeixement de les quanties dels crèdits subordinats, ja que, lògicament i amb independència de la prelación en el cobrament, el concurs no ha d'afectar les quantitats endeutades, reduïdes, si escau, segons el quitament aprovat en el conveni per als crèdits ordinaris. Tanmateix, retarda el pagament dels deutes subordinats més enllà dels ordinaris, de manera que el legislador és coherent amb la definició de subordinació i la reflecteix, lògicament, a l'espera.

Els dos articles anteriors es completen amb l'article 59.2, relatiu a la suspensió de la meritació d'interessos des de la declaració del concurs. Aquest article estableix que, «quan en el concurs s'arribi a una solució de conveni que no impliqui quitament s'hi pot pactar el cobrament, total o parcial, dels interessos la meritació dels quals haurien estat suspesos, calculats al tipus legal o al convencional si fos més gran». Per tant, en cas d'aprovació del conveni, a més de reprendre la meritació d'interessos, es poden recuperar els que s'hagin suspès.

Aquesta llibertat per negociar el recobriment dels interessos es produeix només en cas que en el conveni no hi hagi quitament i, d'aquesta manera, es protegeix els creditors no financers, atès que s'elimina la possibilitat de realitzar els interessos interromputs amb càrrec al quitament. Així mateix, el tarannà protector del legislador també es reflecteix en la restricció que aplica l'interès, quan estableix que els interessos suspesos es calculen al menor dels tipus entre el legal i el contractual, amb la finalitat de reduir al màxim la quantia de la remuneració dels creditors financers.

Quant al préstec participatiu, la possible negociació dels interessos temporalment interromputs es realitza sota dues perspectives. Així doncs, si la insolvència es deu a pèrdues acumulades, l'únic interès la recuperació del qual es negocia és el corresponent al tram fix i, a més a més, al tipus pactat, ja que l'interès legal sol ser inferior. Si, en canvi, la il·liquiditat és conseqüència d'un desencaix financer sense acompanyament de pèrdues, llavors la negociació cerca, al mateix temps, recuperar el tram participatiu relacionat amb el benefici generat durant el període de suspens d'interessos. Òbviament, això només és possible davant de l'absència de quitament, ja que, si s'aprovés en el conveni, no escauria el recobriment dels interessos meritats des de la declaració del concurs.

⁵⁴ Els creditors privilegiats només queden vinculats al contingut del conveni si voten a favor de la proposta o si s'hi adhereixen, segons que indica l'article 134.2.

⁵⁵ Cal recordar que el quitament no pot superar el 50 % de cadascun dels crèdits, ni l'espera no pot sobrepassar els cinc anys.

Una altra qüestió és que el deutor acordi amb els seus creditors una reducció total o parcial dels interessos generats amb posterioritat a l'aprovació del conveni, per tot o per part del capital pendent que s'endeuti. En aquest cas, caldria replantejar el càlcul de la càrrega financera i, pel que fa al préstec participatiu, quan a més a més s'hagi aprovat un quitament, el càlcul dels interessos corresponents al tram participatiu es realitza d'acord amb els beneficis generats des de l'acceptació judicial del conveni. Així mateix, si tenim en compte la peculiar remuneració del préstec participatiu, la reducció dels interessos es pot negociar a través de dos vessants: reduir el diferencial lligat al tram fix o disminuir el límit establert contractualment per al tipus d'interès participatiu.

D'altra banda, l'article 136, que fa referència a l'eficàcia novatòria, referma i tanca la fase de la renegociació del pagament dels deutes, en establir que els crèdits dels creditors privilegiats que haguessin votat a favor del conveni, els dels creditors ordinaris i els dels subordinats queden extingits en la part a què arribi el quitament, ajornats en la seva exigibilitat pel temps d'espera i, en general, afectats pel contingut del conveni.

Recordem, finalment, que el concurs no acaba fins que el jutge dicta acte de conclusió per compliment del conveni, segons el que s'estableix en l'article 141. Si per alguna causa el conveni s'incompleix, qualsevol creditor afectat pot sol·licitar al jutge la declaració d'incompliment, tal com indica l'article 140. En aquest sentit, el prestador participatiu, com a creditor concursal, pot sol·licitar aquesta declaració si troba que el deutor ha vulnerat el seu pla de pagaments aprovat en el conveni.

4.3.2. Anàlisi del préstec participatiu a la liquidació

A l'obertura de la fase de liquidació s'hi pot arribar, inicialment, a petició del deutor amb la sol·licitud de concurs voluntari. Posteriorment, durant la fase de concurs, la sol·licitud de liquidació la pot realitzar tant el deutor com qualsevol creditor mitjançant la justificació oportuna. Òbviament, també es pot arribar a la liquidació com a conseqüència que la junta rebutgi el conveni o, fins i tot d'ofici, quan no s'aprovi judicialment el conveni acceptat per la junta. No obstant això, després de l'aprovació judicial del conveni, tant el deutor com qualsevol creditor pot instar l'obertura de la liquidació si el primer coneix la impossibilitat de complir els pagaments, o si el segon denuncia l'incompliment del conveni. En definitiva, la liquidació es pot produir a sol·licitud del deutor, de qualsevol creditor o d'ofici, i dins dels terminis previstos segons el que regula l'article 142.

Segons l'article 145, la declaració judicial de liquidació té, sobre el concursat, l'efecte de suspensió de l'exercici de les facultats d'administració i disposició sobre el seu patrimoni. En la mateixa resolució judicial es declara la dissolució del deutor persona jurídica, com també la cessació dels administradors o els liquidadors, que són substituïts per l'administració concursal.

Per la seva banda, l'article 148 estableix que la realització dels béns i els drets integrats en la massa activa s'efectua en el termini improrrogable d'un any, atès el pla de pagaments proposat per l'administració concursal i aprovat pel jutge. Evidentment, la prelación de cobrament reflectida en aquest pla ha de ser conseqüent amb la classificació dels crèdits i amb l'ordre concret de pagament establert pel text concursal a través del seu articulat. El quadre 11 proporciona una visió esquemàtica i general de l'ordre de prelación de crèdits de la massa passiva establerta en el concurs per la llei.

Quadre 11 Ordre de prelación

Ordre de prelación de cobrament a la liquidació concursal

1. Crèdits amb privilegi especial: definits en l'article 89, són els que estan coberts amb una garantia real, anticresi, refaccionaris, arrendaments financers, reserves de domini i condicions resolutòries.
2. Crèdits amb privilegi general: es troben definits en els sis apartats de l'article 91 i són, entre altres, els crèdits per salaris, amb el límit de l'article 91.1, les retencions tributàries i de Seguretat Social, i els crèdits tributaris, de la Seguretat Social i d'altres de dret públic.
3. Crèdits ordinaris: es determinen per eliminació de la resta de crèdits, segons que indica l'article 89.3.
4. Crèdits subordinats: són els regulats per l'article 92.

⁵⁶ **Article 93. Persones especialment relacionades amb el concursat**

1. Es consideren persones especialment relacionades amb el concursat **persona natural**:

1r. El cònjuge del concursat o qui ho hagi estat dins dels dos anys anteriors a la declaració de concurs, o les persones que convisquin amb relació d'afectivitat anàloga o hi hagin conviscut habitualment dins dels dos anys anteriors a la declaració de concurs.

2n. Els ascendents, els descendents i els germans del concursat o de qualsevol de les persones a què fa referència el número anterior.

3r. Els cònjuges dels ascendents, dels descendents i dels germans del concursat.

2. Es consideren persones especialment relacionades amb el concursat **persona jurídica**:

1r. Els socis que conforme a la llei siguin personalment i il·limitadament responsables dels deutes socials i els que siguin titulars de, com a mínim, el 5 % del capital social, si la societat declarada en concurs té valors admesos a negociació en mercat secundari oficial, o el 10 %, si no en té.

2n. Els administradors, de dret o de fet, els liquidadors del concursat persona jurídica i els apoderats amb poders generals de l'empresa, com també qui ho hagi estat dins dels dos anys anteriors a la declaració de concurs.

3r. Les societats que formen part del mateix grup que la societat declarada en concurs i els seus socis.

3. Excepte prova que digui una altra cosa, es presumeixen persones especialment relacionades amb el concursat els cessionaris o adjudicataris de crèdits pertanyents a qualsevol de les persones esmentades en els apartats anteriors, sempre que l'adquisició es produeixi dins dels dos anys anteriors a la declaració de concurs.

⁵⁷ Tot i que les societats anònimes puguin emetre obligacions subordinades, no poden computar-les com a fons propis i, per tant, en la pràctica són inexistents.

Malgrat la prelación de crèdits concursals, cal atendre en primer lloc el pagament de crèdits contra la massa i, per realitzar la seva satisfacció, segons l'article 154, abans de procedir al pagament de la resta de crèdits, es dedueixen de la massa activa els béns necessaris per rescabalar-ne els crèdits en contra. Tanmateix, no es poden deduir els béns que sustenten la garantia dels crèdits especialment privilegiats. Tenint en compte aquest article, la primera posició de l'ordre de cobrament, de fet, l'ocupen els crèdits amb privilegi especial, tot i que, com indica l'article 56, les execucions de garanties reals per fer-los efectius no es poden iniciar fins que s'aprovi un conveni o transcorri un any des de la declaració de concurs sense que s'hagi produït l'obertura de la liquidació. D'altra banda, l'article 155 estableix que l'administració concursal pot comunicar als titulars d'aquests crèdits privilegiats que prefereix atendre'n el pagament amb càrrec a la massa, sense realització dels béns i els drets afectes.

Com es pot observar, **els crèdits subordinats es troben en l'últim lloc de l'ordre de prelación, ja que així ho estableix la llei quan els introdueix com una nova categoria**. Els crèdits que són considerats subordinats respecte de la resta de crèdits, estrictament en cas de concurs, es troben tipificats en l'article 92. Al mateix temps, aquest article els classifica segons l'ordre que determina, posteriorment, la prelación de cobrament en la liquidació. Atesa la seva importància, ho transcriurem literalment.

Article 92. Crèdits subordinats

Són crèdits subordinats:

1r. *Els crèdits que s'hagin comunicat tardanament i l'administració concursal els inclogui a la llista de creditors o que s'hagin comunicat oportunament i el jutge els inclogui a la llista de creditors en resoldre sobre la seva impugnació, tret que es tracti de crèdits l'existència dels quals resulti de la documentació del deutor, que constin d'una altra manera en el concurs o en un altre procediment judicial, o que per a la seva determinació sigui necessària l'actuació inspectora de les administracions públiques, i que tinguin en tots aquests casos el caràcter que els correspongui segons la seva naturalesa.*

2n. *Els crèdits que per pacte contractual tinguin el caràcter de subordinats respecte de tota la resta de crèdits contra el deutor.*

3r. *Els crèdits per interessos de qualsevol classe, inclosos els moratoris, tret els corresponents a crèdits amb garantia real fins on arribi la respectiva garantia.*

4t. *Els crèdits per multes i altres sancions pecuniàries.*

5è. *Els crèdits dels quals sigui titular alguna de les persones especialment relacionades amb el deutor a què es refereix l'article següent.*⁵⁶

6è. *Els crèdits que com a conseqüència de rescissió concursal resulten a favor de qui, a la sentència, hagi estat declarat part de mala fe en l'acte impugnat.*

Després de la lectura anterior, observem que la primera posició de la classificació l'ostenten els crèdits corresponents als creditors que es van despistar en la seva oportuna comunicació.

La segona posició d'aquesta relació l'ocupen els crèdits subordinats per pacte contractual, és a dir, els crèdits que ho siguin per lliure pacte entre les parts. Així mateix, dins d'aquest grup s'inclourien els crèdits subordinats per disposició legal, entre els quals trobem els préstecs participatius, les participacions preferents i les obligacions subordinades emeses per les entitats financeres.⁵⁷

A continuació, la llei subordina els crèdits per interessos, ja que considera que tenen caràcter accessori. Cal matisar que aquests interessos es refereixen exclusivament als meritats abans de la declaració de concurs, ja que recordem que des d'aquesta declaració la meritació queda suspesa. A més a més, és interessant as-

senyalar que, amb l'antiga normativa, els interessos meritats i no vençuts abans de la declaració del concurs eren considerats un import més gran del deute, cosa que restava fons procedents de la liquidació per atendre els deutes no financers. Això provocava un greuge comparatiu que el legislador concursal ha resolt subordinant els interessos en el nou procediment. Evidentment, en aquest grup s'inclourien els interessos corresponents al préstec participatiu, tant fixos com variables.⁵⁸

En el quart lloc de la classificació es troben les multes i, d'aquesta manera, el legislador entén que són sancions imposades al deutor i no pas als creditors. En conseqüència, els interessos d'aquests últims no hi han d'interferir, per la qual cosa es consideren subordinades i queden relegades a l'antepenúltima posició d'aquesta relació.

La cinquena posició queda reservada als creditors relacionats especialment amb el deutor, definits per l'article 93.⁵⁹ D'aquesta posició relegada se'n pot desprendre el marcat caràcter sancionador que la llei aplica a les persones vinculades en situar-les, pràcticament, a l'última posició de la prelación de creditors. Evidentment, en situacions extraconcursals, les persones relacionades especialment poden aportar el seu capital i perfilar l'operació sota la forma mercantil que els convingui més. Tanmateix, en situacions de concurs, la norma considera que l'objectiu natural d'aquesta aportació hauria de ser l'increment dels fons propis i no el del passiu exigible.

En conseqüència, les persones relacionades han d'assumir el risc corresponent per la seva aportació als fons de l'empresa, amb independència del revestiment legal que tinguin aquest finançament. En concret, el text concursal assimila en fons propis els crèdits aportats per les persones vinculades amb el concursat i, per evitar que la seva recuperació es pugui anteposar a la d'altres, situa aquests creditors gairebé just per davant dels propietaris.

D'altra banda, com es pot comprovar amb la lectura de l'article 93, la Llei concursal difereix en alguns aspectes de les operacions vinculades descrites en l'article 16.2 del Text refós de la Llei de l'impost sobre societats. Una de les diferències que cal ressaltar és la que es refereix concretament als socis de les empreses cotitzades i, en aquest aspecte, el legislador concursal també ha previst les abundants operacions d'inversió que hi ha en el nostre desenvolupat mercat de valors. Tanmateix, ha incrementat els límits imposats per la Llei de l'impost sobre societats i ha establert una relació especial amb aquells socis que posseeixen, almenys, el 5 % del capital social i, d'aquesta manera, eludeix la subordinació per als creditors que, simultàniament, siguin petits o mitjans inversors en el mercat de capitals i tinguin a la seva cartera accions de l'empresa concursada com a simple inversió especulativa.

No s'evita la subordinació en els crèdits dels titulars dels quals ostentin, almenys, el 10 % del capital social quan l'empresa no cotitzi en «mercat secundari oficial»,⁶⁰ segons el que indica l'article 93.2.1. Aquesta qüestió té una transcendència especial a les empreses finançades mitjançant un préstec participatiu que sigui aportat per una altra empresa del mateix grup que la concursada.⁶¹ En aquest cas, el préstec s'inclouria en el conjunt dels crèdits considerats subordinats per la seva relació especial amb l'empresa insolvent i, en conseqüència, relegaria encara més la seva subordinació.

L'article 92 finalitza la llista de creditors subordinats amb els declarats de mala fe en el concurs. Després d'aquests declarats sembla que s'ubicarien, finalment, els propietaris.

Després de la lectura completa de l'article esmentat, cal veure que la subordinació s'estén més enllà dels crèdits subordinats per pacte contractual. Per tant, la novetat de la llei no tan sols ha consistit a tipificar aquesta nova categoria de deutes, ja que, a més a més, ha ampliat notablement aquest grup per la incorporació de determinades obligacions que amb la normativa anterior tenien el caràcter d'ordinàries.⁶²

Com a recapitulació de l'anàlisi anterior, podem dir que els crèdits concursals recollits en l'article 92 són subordinats en situacions de concurs. En aquest sentit, la norma no admet excepcions, ja que l'article 100.3 impedeix incloure a la proposta de conveni alteracions de la classificació de crèdits establerta per la llei. En

⁵⁸ Només existirien interessos variables meritats si no es calculessin sobre la base del resultat de l'empresa en liquidació. Una variable independent de les pèrdues empresarials podria ser, per exemple, la xifra de negoci.

⁵⁹ Vegeu la nota del peu de pàgina número 56.

⁶⁰ Aquesta redacció es refereix tant al primer mercat de la borsa de valors com a l'inoperant segon mercat o mercat de la petita i mitjana empresa.

⁶¹ Cal recordar que els finançaments participatius intragrup són molt habituals, especialment per evitar les operacions acordió o dissolucions com a conseqüència de pèrdues a les quals es refereix la legislació mercantil.

⁶² Amb l'antiga norma, tots els deutes de l'article 92, excepte els subordinats per pacte contractual, eren considerats ordinaris.

coherència amb això, l'article 96.1 converteix en privilegiats fins a la quarta part de l'import dels crèdits del creditor que sol·liciti la declaració de concurs, amb exclusió expressa de qui tingui caràcter subordinat.

En la mateixa línia, podríem extrapolar al préstec participatiu la condició de subordinació sense excepcions. Aquesta rígida concepció redirigeix l'estudi a la cobertura contractual de garanties, ja que habitualment són utilitzades per determinats prestadors participatius, que les exigeixen en les seves operacions sota la forma de garantia personal aportada pels propietaris de l'empresa finançada. Per establir l'eficàcia d'aquestes cobertures, hem de consultar el Reial decret llei 7/1996, que defineix el préstec participatiu com a subordinat en tot cas, atès que no afegeix cap excepció referida a l'aportació de garanties. Trobem una redacció anàloga a la Llei concursal quan no esmenta excepcions a la subordinació.

Aquesta omisió relativa a les garanties no pot ser entesa ni com a distracció ni com a autorització per eludir la subordinació mitjançant cobertures. Simplement, el legislador és taxatiu quan estableix la postergació del préstec participatiu a la resta de deutes i no admet excuses a la subordinació. Una altra cosa permetria saltar-se la norma legal i reconvertir el préstec participatiu subordinat en un préstec privilegiat, tot desublicant la seva posició natural i trencant l'estructura de la seva identitat. En concret, en un entorn concursal, la condició subordinada preval sobre qualsevol cobertura i, si el préstec participatiu és subordinat per definició legal, les garanties reals o personals aportades pel deutor o, fins i tot, per un tercer, també són subordinades i, en conseqüència, totalment ineficaces.

Una qüestió diferent seria la relativa als impagaments simples d'aquests préstecs en situacions no concursals, ja que en aquest cas les garanties resultarien efectives i es podrien executar per resoldre la recuperació del deute.

Un cop definits els crèdits subordinats en el concurs, l'article 158 estableix el pagament d'aquests crèdits en cas de liquidació del deutor. A causa de la seva importància, mostrarem el text íntegre d'aquest article:

Article 158. Pagament de crèdits subordinats

1. *El pagament dels crèdits subordinats no es realitza fins que hagin quedat íntegrament satisfets els crèdits ordinaris.*
2. *El pagament d'aquests crèdits es realitza seguint l'ordre establert en l'article 92 i, si escau, a prorrata dins de cada número.*

L'apartat 1 de l'article anterior resol qualsevol possibilitat de dubte que pugui quedar en la comprensió del concepte de subordinació. En qualsevol cas, cal assenyalar que, en la pràctica, no sol romandre liquidat després d'haver complert el pagament dels crèdits ordinaris, per la qual cosa les altres possibilitats de recuperar, ni que sigui una part dels deutes subordinats, si escau, del préstec participatiu, habitualment són inexistents.

No obstant això, si quedés alguna cosa per rescabalar als crèdits subordinats, el pagament es realitzaria segons l'ordre de l'article 92 i, per això, es requereix la lectura simultània de tots dos articles.

Si consultem l'article 92, observem que els préstecs participatius s'inclouen en el grup de deutes que ocupen la segona posició de la classificació, just darrere dels crèdits comunicats tardanament o els que siguin inclosos pel jutge en resoldre la impugnació. Aquesta classificació posiciona el conjunt de deutes subordinats per pacte, de fet, en el primer lloc de la jerarquia de crèdits subordinats, ja que en la pràctica no se solen presentar els deutes de l'article 92.1.

Si reprenem l'article 158.2, veiem que els crèdits subordinats es paguen a prorrata dins de cada grup. No obstant això, els únics crèdits subordinats per pacte contractual que en la realitat solen aparèixer en el passiu de les empreses concursades són els préstecs participatius,⁶³ ja siguin aportats per tercers o per empreses del grup, cas en què traslladarien la seva subordinació al grup de les operacions vinculades.

⁶³ Un altre tipus de deute subordinat habitual en el nostre sistema financer són les participacions preferents emeses per les entitats financeres, ja que poden computar-les com a fons propis a l'efecte de determinar el coeficient de solvència exigint pel Banc d'Espanya. No obstant això, cal tenir en compte que les participacions són emeses per grans empreses amb poder suficient per col·locar aquests títols al mercat, cosa que escapa de l'àmbit de la petita i mitjana empresa.

Tanmateix, si a la massa passiva de l'empresa concursada hi apareguessin diversos crèdits subordinats per pacte contractual, i no quedés suficient liquiditat per rescabalar-los per complet, aleshores s'haurien de repartir proporcionalment els recursos disponibles independentment de l'ordre cronològic. En aquest sentit, l'imperatiu de la regla del prorrateg eliminat la possibilitat dels pactes privats entre deutor i creditor per anteposar el seu deute a la resta dels crèdits subordinats del seu grup, ja que això lesionaria els interessos dels creditors subordinats postergats. Tanmateix, i a falta de jurisprudència, entenem que sí que hi hauria la possibilitat de pactar en el contracte la renúncia expressa al pagament per prorrata. D'aquesta manera, la subordinació s'intensificaria relegant la posició respecte de la resta de creditors del mateix grup o, fins i tot, respecte de tots els deutes subordinats del concurs. Així mateix, considerem que la postergació voluntària reportaria aquest avantatge a la resta de creditors subordinats i seria acceptada sense cap mena d'impugnació. No obstant això, en cas de conflicte, prevaldria la llei.

Si seguim l'ordre en el pagament establert per l'article 92, el tercer grup de crèdits subordinats en el concurs es correspon amb els crèdits per interessos de qualsevol classe, amb l'excepció dels corresponents a crèdits amb garantia real. En aquest apartat hi estarien implicats els interessos meritats pel préstec participatiu abans de la declaració del concurs. Com ja hem comentat més amunt, els únics que en la pràctica s'haurien meritats serien els corresponents al tram fix i, certament, les oportunitats de cobrament serien pràcticament nul·les.

El pagament dels grups següents no té rellevància en aquest estudi, excepte el que ocupa el cinquè lloc, ja que en el conjunt de les operacions vinculades s'inclouen els préstecs participatius aportats per qualsevol persona relacionada especialment amb el deutor. Evidentment, en aquest cas el creditor participatiu s'exclouria del grup que ocupa la segona posició, és a dir, abandonaria el conjunt dels subordinats per pacte contractual per formar part dels crèdits vinculats, amb la qual cosa s'enduriria la seva posició subordinada.

Cal tenir en compte que el rang subordinat dels interessos és menor que el dels deutes per operacions vinculades, amb la qual cosa els prestadors relacionats especialment amb la concursada posterguen la recuperació del seu crèdit al cobrament de la seva pròpia remuneració. En el cas hipotètic que hi hagi sobrant de liquiditat, aquesta situació podria provocar que aquests crèdits cobressin els interessos però, paradoxalment, no poguessin recuperar ni tan sols part del capital pendent.

D'altra banda, cal tenir en compte que darrere del conjunt dels crèdits subordinats per pacte contractual queden uns altres quatre grups de deutes concursals subordinats i, per tant, podem afirmar que la llei ha relaxat el caràcter subordinat estricta que aquests crèdits suportaven amb la normativa anterior, ja que els posicionava just per davant dels propietaris. No obstant això, aquesta nova situació no és incongruent respecte del préstec participatiu, ja que el real decret llei que el defineix és estrictament coherent amb la Llei concursal quan estableix que els préstecs participatius, amb vista a la prelación de crèdits, se situen després dels creditors comuns.

En canvi, la Llei concursal topa amb el que estableix la Llei 19/2003, que regula les participacions preferents, en tant que aquesta última disposa, en el punt h de l'apartat 1 de la disposició addicional segona que «en els supòsits de liquidació o dissolució [...] les participacions preferents [...] se situen, a l'efecte de l'ordre de prelación de crèdits, immediatament darrere de tots els creditors, subordinats o no, de l'entitat de crèdit emissora [...] i davant dels accionistes ordinaris i, si escau, dels quotapartíps». En conseqüència, aquesta norma posiciona les participacions preferents just per davant dels propietaris, tot i que, per desfer la contradicció, entenem que la liquidació o la dissolució a què es refereix la Llei 19/2003 seria ordinària, és a dir, fora d'un entorn concursal. Tanmateix, en cas de concurs prevaldria, evidentment, el que estableix la Llei concursal i, per tant, ocuparien una posició menys subordinada, tret que els inversors hi renunciessin i es posicionessin en el lloc que els assigni la normativa concreta, tal com entenem que podria passar, sempre que aquest pacte exprés de renúncia al prorrateg constés en l'escriptura d'emissió i en el fulllet que l'emissor està obligat a dipositar en la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Per acabar l'anàlisi de tots dos articles, cal ressaltar l'ordre impecable que ha seguit el legislador en la qualificació dels crèdits concursals subordinats, ja que ha reservat les dues primeres posicions als creditors amb ple dret a recuperar el seu deute; després d'ells, ha relegat la remuneració dels crèdits per no considerar-la part de la massa passiva del concurs, i, finalment, ha degradat per motius de sanció els tres grups restants. Cal advertir, a més a més, que l'única categoria de crèdits concursals la prelación dels quals es troba classificada internament és, precisament, la que correspon als crèdits subordinats.

D'altra banda, malgrat que pugui semblar que l'article 92 tanca la llista de les obligacions de pagament en cas de liquidació, encara queda un pagament més per fer, ja que, tal com indica l'article 59.2, relatiu a la suspensió de la meritació d'interessos, si queda romanent després del pagament de la totalitat dels crèdits concursals, se satisfan els interessos calculats al tipus pactat en el contracte la meritació del qual hagi resultat suspesa. Amb aquesta puntualització, la llei ha previst, fins i tot, l'insòlit cas de sobrant de liquiditat després d'haver rescabalat tots els creditors i, al mateix temps, converteix els interessos meritats durant el concurs en el deute més subordinat en una situació de liquidació.

Com a recapitulació de l'anàlisi del préstec participatiu tant en el conveni com en la liquidació, caldria concretar els aspectes més sobresortints que afecten específicament aquesta figura. En aquest sentit, la subordinació d'aquest préstec és el punt d'inflexió a partir del qual es desenvolupa la diferent regulació a la qual està sotmès. D'una banda, la subordinació arriba a aquest instrument abans de decidir-se la liquidació, ja que la priva de vot i de la capacitat d'impugnar la decisió de la junta, i fins i tot reclassifica aquest deute a un termini més llarg que els ordinaris quan s'accepta l'espera proposada. Malgrat això, quan la junta permeti la continuïtat de l'empresa, hi ha la possibilitat de recuperar el deute participatiu, sempre que l'empresa concursada sigui capaç de remuntar la seva insolvència.

Tanmateix, és en la liquidació quan la subordinació adquireix una veritable transcendència, especialment si tenim en compte que aquest caràcter és ineludible fins i tot en cas de cobrir el préstec participatiu amb garanties. No obstant això, la Llei concursal ha ampliat el concepte de subordinació, absorbint crèdits considerats ordinaris a l'antiga normativa i, a més a més, ha situat aquests nous crèdits subordinats per darrere dels préstecs participatius. Com a conseqüència d'això, el finançament participatiu ha reduït la seva subordinació i ja no es posterga a una posició adjacent amb els propietaris, per la qual cosa ha incrementat moderadament les seves possibilitats de cobrament, quan, òbviament, hi hagi sobrant després d'haver satisfet els creditors ordinaris.

El préstec participatiu com a instrument de finançament en el pla de viabilitat de la llei concursal

4.4

Encara que aquest epígraf estigui relacionat amb el del conveni, ja que el refinançament només s'entén en cas de continuïtat empresarial, considerarem que mereix un esment a part per raó de la seva rellevància especial. Per això, l'hem extret del seu context natural per poder oferir-ne el desenvolupament que entenem que mereix. Si, a més a més, no segueix en ordre l'epígraf esmentat és perquè ens hem decantat per no trencar la seqüència lògica quant a les alternatives de solució del concurs. En lloc seu, aquest apartat tancarà el capítol dedicat al préstec participatiu a la Llei concursal.

En general, una empresa és viable quan és capaç de respondre a les iniciatives planificades, assolir l'estabilitat en el mercat, millorar la seva estructura de negoci i aconseguir les expectatives de benefici, al mateix temps que pot complir les obligacions concretes.

Evidentment, les condicions anteriors s'han d'explicar numèricament a través del pla de viabilitat, definit com l'anàlisi que fa l'empresa basada en un diagnòstic in-

tegral retrospectiu, present i prospectiu, incloses les mesures correctores necessàries per canviar la tendència i assolir els objectius projectats relatius a estabilitat i rendibilitat.

En aquest sentit, la norma concursal introdueix una altra novetat interessant, ja que preveu el pla de viabilitat en la proposta de conveni i, així mateix, dedica als crèdits concedits per finançar aquest pla un règim jurídic diferent del que regula els crèdits concursals. En conseqüència, l'anàlisi del préstec participatiu a la llei quedaria incompleta si no es considera el tractament d'aquests préstecs en els plans de refinançament en el concurs com a solució per resoldre l'estrangulació financera de les empreses amb expectatives de continuïtat.

En situacions d'insolvència resoluble, la Llei concursal proposa diverses fórmules per fomentar la continuïtat empresarial. En aquest aspecte, el quitament i l'espera permeten reduir el passiu exigible i reestructurar el finançament per conversió de passiu circulat en passiu fix, cosa que comportaria un alleujament financer per a l'empresa concursada. Un altre recurs que permetria millorar la liquiditat seria la conversió de passiu exigible en fons propis i, en aquest sentit, cal recordar que la mateixa llei preveu la possibilitat de permutar crèdits en capital social o en préstecs participatius.

Però en determinades ocasions la novació de crèdits no és suficient per garantir la continuïtat de l'empresa i es fa necessari injectar fons per sanejar la seva deteriorada situació o, fins i tot, es pot requerir finançament per replantejar el negoci i convertir-lo en rendible si hi ha oportunitats de mercat i hi ha també un projecte d'inversió atractiu.⁶⁴ Cal recordar que a una insolvència manifesta s'hi arriba per diversos camins: per no vendre prou per cobrir les despeses o, alternativament, per no cobrar les vendes o fer-ho amb excessiu retard o, fins i tot, perquè les vendes siguin massa excel·lents,⁶⁵ o per una estructura de finançament deficient amb un fons de maniobra desajustat.

Segons la nostra opinió, la primera mesura que potser caldria que una empresa es plantegés davant de l'amenaça de declaració de concurs és substituir l'equip gestor que no ha estat capaç de protegir-la davant d'una situació d'insolvència greu, per un altre equip que sigui capaç de redreçar-la. En qualsevol cas, l'empresa necessita elaborar un minuciós pla de viabilitat que inclogui un pla de desinversions, d'inversions i de finançament, amb la finalitat que detecti les seves possibilitats de prolongació o assumeixi el seu fracàs definitiu. A més a més, en cas d'expectatives de continuïtat, el pla financer ha de contenir el finançament que preveu generar la mateixa empresa o autofinançament, i el finançament extern necessari per assegurar la supervivència del negoci.

Evidentment, només cal concebre el refinançament quan hi hagi possibilitat de remuntar la crisi empresarial. En aquest context, i sempre acompanyat d'un robust pla de viabilitat, el préstec participatiu seria la figura d'elecció per finançar la continuïtat de l'empresa i, al mateix temps, per convèncer els creditors concursals que el conveni és la solució lògica del concurs, sobretot si l'aporten tercers aliens a l'empresa insolvent. Cal tenir en compte que la remuneració d'aquest préstec, si depèn del resultat empresarial, no fagocita la liquiditat de l'empresa i, a més a més, s'adapta a la seva situació econòmica.

La regulació del préstec participatiu com a instrument de refinançament de l'empresa, de la mateixa manera que qualsevol finançament aliè que es concedeixi amb aquesta finalitat, depèn del moment concursal en què s'hagi aportat. En aquest aspecte, es diferencien dues etapes:

1. Primera etapa: des que es declari el concurs fins que s'aprovi el conveni.
2. Segona etapa: a partir de l'aprovació del conveni fins a la seva conclusió.

Si ens centrem en la primera etapa, veiem que qualsevol préstec que es formalitzi en aquest termini tindria la consideració de crèdit contra la massa,⁶⁶ segons el que disposa l'article 84.2.9, que inclou en aquest grup de crèdits «els que resulten d'obligacions vàlidament contraetes durant el procediment per l'administració concursal o, amb l'autorització o la conformitat d'aquesta administració, pel concursat sotmès a intervenció».⁶⁷

⁶⁴ Podem prendre com a exemple el cas de l'empresa Paduana, SA, que va tornar a generar beneficis després de la reconversió estructural i accionarial a què es va sotmetre com a resposta a la crisi del sector tèxtil provocada pel mercat asiàtic. El nou negoci ha reorientat les línies de producte i ha relegat la fabricació de mantes per dedicar-se a la confecció de tèxtils i, d'aquesta manera, s'ha adaptat a les noves modes. Font: *Cinco Dias*, 31 de gener de 2005.

⁶⁵ Les empreses que no vigilen la seva capacitat d'endeutament poden entrar en pèrdues irreversibles per sobrepassar la seva capacitat de vendes, a causa dels interessos meritats per l'excés de finançament aliè que requereix l'extralimitació de les vendes. En l'argot financer, aquesta situació rep la denominació de *morir d'èxit*.

⁶⁶ Cal recordar que la llei diferencia els crèdits contra la massa (activa) i la massa passiva dels crèdits. Tots dos grups es defineixen en l'article 84 de la Llei concursal, que delimita la massa passiva per eliminació dels crèdits que formen els denominats *crèdits contra la massa*, tipificats expressament per aquest article.

⁶⁷ Tot i que l'article 84.2.5 reconeix com a crèdits contra la massa els generats per l'exercici de l'activitat professional o empresarial del deutor després de la declaració de concurs, entenem que el legislador es refereix als crèdits generats per les operacions habituals de l'empresa. En aquest sentit, el préstec participatiu no entraria en aquesta classificació, ja que l'activitat empresarial entesa així es finança amb proveïdors i altres creditors, i amb crèdits de circulat com ara la línia de descompte i la pòlissa de crèdit.

Cal tenir en compte que l'article anterior no discrimina cap tipus de crèdit i, consegüentment, accepta els de qualsevol índole, inclosos els participatius, amb l'única condició que tinguin l'autorització de l'administració concursal. Tanmateix, considerem que quedarien exclosos com a crèdits contra la massa aquells que, comptabilitzats en el passiu abans de la declaració de concurs, es reconverteixin en un altre crèdit, per exemple participatiu, per disfressar-lo d'extraconcursal. En resum, entenem que només poden tenir aquesta consideració si són deutes nous.

El finançament aportat és aquesta primera etapa i, per tractar-se de crèdits contra la massa, no s'integrarien a la massa passiva,⁶⁸ ja que tots dos grups són excloents. En definitiva, quedarien fora del concurs, és a dir, serien crèdits extraconcursals i en conseqüència, no estarien sotmesos a la classificació i l'ordre de prelación dels crèdits concursals.

Quant al pagament dels crèdits contra la massa, segons l'article 154.2, «sigui quin sigui la seva naturalesa, han de satisfer els seus venciments respectius, sigui quin sigui l'estat del concurs». Per tant, des que es formalitzi el crèdit, fins i tot si és participatiu, i fins a la celebració de la junta, el pagament s'ha de fer segons les condicions pactades en el contracte. Una altra qüestió és que el calendari contractual de pagaments s'inclouï en la proposta de conveni i se sotmeti a la seva aprovació, ja que això conferiria el reconeixement i l'acceptació totals per part de la resta de creditors, cosa que seria recomanable, atès que ho reforçaria en cas que s'incompleixi el conveni i el jutge iniciï d'ofici la fase de liquidació.

Tanmateix, tenint en compte que l'empresa concursada es troba en una situació d'insolvència, seria aconsellable que, en la pràctica, el finançament que s'aporti durant aquest període incorpori un termini de mancaça de principal, per no esgotar encara més la liquiditat de l'empresa deutora. En aquest sentit, el préstec participatiu seria el refinançament d'oportunitat, ja que els seus contractes habitualment solen preveure llargs períodes de mancaça.

Tot i que abans d'aprovar-se el conveni pugui semblar temerari entrar a finançar una empresa concursada, tampoc no seria una idea descabellada si s'intenta plantejar el negoci o, fins i tot, si s'ha desembocat en una situació d'insolvència per tenir un creixement excessivament ràpid acompanyat d'una estructura financera desajustada. L'entrada conjunta de finançament participatiu, un equip gestor competent i la proposta d'un pla de viabilitat convincent serien les mesures per garantir no tan sols l'acceptació del conveni, sinó també el sanejament dels beneficis empresarials i, en conseqüència, la rendibilitat del préstec.

Un altre motiu que, inicialment, pot frenar l'entrada de finançament durant aquest període és la suspensió de la meritació d'interessos des de la declaració del concurs fins a l'aprovació del conveni. A aquesta interrupció hi estan sotmesos tots els crèdits concursals, llevat dels coberts amb garantia real i els salarials. Cal tenir en compte que aquest últim és un crèdit contra la massa i és l'únic exclòs de l'ampli registre que forma aquest grup. En conseqüència, qualsevol finançament que es concedeixi en aquest termini suportaria el suspens d'interessos, malgrat que aquest inconvenient es podria resoldre augmentant el tipus d'interès per aplicar després de l'aprovació del conveni. Tanmateix, el préstec participatiu permet millorar la solució anterior, ja que la compensació a la suspensió d'interessos pot consistir a ampliar el límit que s'estableix al tipus participatiu. D'aquesta manera, l'interès corresponent al tram fix quedaria intacte i inferior al del mercat, cosa que implicaria un avantatge per al prestatari durant la seva situació d'insolvència i, d'aquesta manera, podria compensar el prestatador quan generés beneficis.

Arribat el moment de la votació del conveni, els refinançadors per préstecs participatius continuarien sense dret a vot a la junta, però ja no per l'article 122.1.1, que exclou del vot els creditors subordinats de la massa passiva. Si tenim present que estem considerant el préstec participatiu com un crèdit contra la massa i des d'una perspectiva extraconcursal, la pèrdua d'aquest dret es deu al que estableix l'article 122.1.2, que impedeix el vot a «qui hagi adquirit el seu crèdit per actes entre vius⁶⁹ després de la declaració de concurs, tret que l'adquisició hagi tingut lloc per un títol universal⁷⁰ o com a conseqüència d'una realització forçosa».⁷¹

⁶⁸ Recordem que la massa passiva està composta pels crèdits concursals, classificats en privilegiats, ordinaris i subordinats.

⁶⁹ Els que no provenguin d'una herència.

⁷⁰ Per la transmissió total de l'empresa.

⁷¹ Es refereix a l'execució de garanties.

Malgrat l'exclusió del vot, i encara que els crèdits contra la massa no formin part de la llista de deutes concursals a partir de la qual es confecciona la llista d'assistents a la junta, sí que se'ls permet, a diferència del que passava amb la normativa anterior, assistir a la junta i fer-s'hi sentir. Cal tenir en compte que l'article 122.1.2 els priva del dret a vot i, per tant, implícitament en reconeix el dret d'assistència i de veu a la junta de creditors.

En qualsevol cas, el refinançament concedit abans de la celebració de la junta implica una garantia d'acceptació del conveni. Cal tenir en compte que els refinançadors només apostarien per l'empresa concursada en cas que constatessin expectatives de rendibilitat, mitjançant un pla consistent de viabilitat elaborat pel deutor.⁷² Un cop salvat el filtre de l'anàlisi escrupolosa realitzada pels refinançadors, el pas següent consistiria a obtenir el permís necessari de l'administració concursal per formalitzar l'operació i, en la pràctica, no hi hauria d'haver cap inconvenient per aconseguir l'autorització que permeti insuflar fons a l'empresa concursada. Per tot això, considerem que la conseqüència lògica del refinançament en aquesta fase és l'aprovació del conveni, ja que la clau de l'acceptació és, precisament, l'anàlisi prèvia del pla de viabilitat que realitzen els refinançadors.

Un cop aconseguida l'acceptació del conveni, reprenem l'article 154.2, que puntualitza que «sigui quina sigui la naturalesa i l'estat del concurs» el pagament dels crèdits contra la massa es continua mantenint en les mateixes condicions establertes abans del conveni⁷³ i, si escau, aprovades pel mateix conveni; és a dir, en el seu venciment contractual. D'això se'n desprèn que el préstec participatiu se situa en una posició de privilegi respecte dels crèdits ordinaris concursals, ja que, en aquest cas, no estaria subjecte als quitaments i les esperes d'aquests últims crèdits.

Per completar l'estudi d'aquest tram, en el cas improbable que no s'aprovés el conveni, s'entraria en la fase de liquidació, si bé també es podria arribar a aquesta fase després de l'acceptació del conveni, mitjançant la denúncia de qualsevol deutor per incompliment del conveni,⁷⁴ amb la qual cosa el jutge iniciaria d'ofici la liquidació de l'empresa insolvent.⁷⁵

En aquest context, hem de consultar l'article 154.1 que regula el pagament de crèdits contra la massa i indica que «abans de procedir al pagament dels crèdits concursals l'administració concursal dedueix de la massa activa els béns i els drets necessaris per satisfer-ne els crèdits en contra». Per tant, són crèdits predefinites.

No obstant això, atès l'apartat 3 del mateix article, «les deduccions per atendre el pagament dels crèdits contra la massa es fan amb càrrec als béns i els drets no afectats al pagament de crèdits amb privilegi especial. En cas que resultin insuficients, el que s'obtingui es distribueix entre tots els creditors de la massa per l'ordre dels seus venciments». De fet, aquesta puntualització situa els crèdits amb privilegi especial a la primera posició de la prelación de cobrament. Després, i per ordre cronològic, cobrarien els crèdits contra la massa, inclosos els participatius.

Aquest fet col·loca en una insòlita situació els préstecs participatius que van ser concedits abans de la votació del conveni, ja que, en no estar subjectes a la classificació concursal, no estarien sotmesos a la subordinació en el concurs. Encara que no hi hagi jurisprudència en aquest sentit, aquesta interpretació no contradueix el que estableix el real decret llei que el defineix com a subordinat, ja que com a crèdit contra la massa seria subordinat respecte de la resta de crèdits que formen aquest grup, però no davant dels crèdits concursals que integren la massa passiva. Paral·lelament, entenem que la mateixa regla s'aplicaria a les garanties que, si escau, cobreixen el préstec participatiu. També són subordinades respecte dels crèdits contra la massa i, per tant, no li conferirien una posició de privilegi.

Un cop finalitzat l'estudi del préstec participatiu en el tram previ al conveni, queda una segona fase per analitzar, la que correspon als refinançaments que es concedeixen com a conseqüència de l'aprovació del conveni. En aquest sentit, la llei es torna a mostrar innovadora, ja que el seu article 100.5 indica que, quan es prevegi atendre el compliment del conveni amb els recursos que generi l'empresa concursada, la proposta⁷⁶ s'ha d'acompanyar, a més a més, d'un pla de viabilitat que

⁷² Entenem que és elaborat necessàriament pel deutor, ja que és qui coneix més bé la seva empresa i les possibilitats de supervivència. Els creditors no disposen de prou informació ni interès per confeccionar el pla de viabilitat d'una empresa que no governin.

⁷³ En cas d'impagament, l'article 154.2 estableix que no es poden iniciar execucions per fer-los efectius fins que s'aprovi un conveni, s'obri la liquidació o transcorri un any des de la declaració de concurs sense que s'hagi produït cap d'aquests actes.

⁷⁴ Segons el que indica l'article 140.

⁷⁵ Segons el que estipula l'article 143.

⁷⁶ Independentment que sigui o no anticipada.

expliqui el finançament necessari, els mitjans i les condicions de la seva obtenció i, si escau, els compromisos de la seva prestació per part de tercers.

Amb l'obligació de presentar un pla de viabilitat en aquests casos, el legislador demostra un tarannà eminentment pràctic amb un doble propòsit. D'una banda, obre la via de la continuïtat a les empreses que siguin capaces de demostrar la seva capacitat per generar fons amb què puguin fer front als deutes, tant presents com futurs, i, al mateix temps, ofereix als creditors la informació necessària perquè es decantin per la millor solució.

Sota el supòsit de viabilitat empresarial, el préstec participatiu es torna a presentar com la millor opció de refinançament, sobretot, insistim si l'aporta un tercer aliè a l'empresa concursada i aquesta empresa pretén, simultàniament, consolidar el seu creixement. Cal recordar que aquest instrument s'ajusta a la situació econòmica de l'empresa sense provocar estrangulacions, i no es fixa tant en el seu pasat com en el seu potencial per generar beneficis.

El pla de viabilitat inclòs a la proposta de conveni ha de recollir, tal com expressa l'article 100.5, el finançament necessari i, també, els finançadors amb els quals se n'hagi pactat la concessió, que han de signar la proposta i comprometre's amb aquesta aportació, segons el que indica l'article 99.1. Aquest pla ha de ser avaluat obligatòriament, juntament amb el de pagaments, per l'administració concursal, segons el que s'indica en l'article 115, i adjuntat a l'informe que aporta al jutge en els terminis previstos de l'article esmentat. Es pot suposar que, igual que succeïa amb el primer tram analitzat prèviament, l'avaluació serà favorable, atès que el pla ja ha estat sotmès a una anàlisi minuciosa per part del futur refinançador.

Si continuem analitzant el contingut de la proposta, veiem que l'article 100.3 indica que no s'hi pot alterar, en cap cas, la classificació de crèdits establerta per la llei. No obstant això, el mateix apartat permet una excepció per als crèdits destinats a finançar el pla de viabilitat,⁷⁷ que s'han de satisfer en els termes fixats en el conveni, segons que manifesta l'article 100.5.⁷⁸

D'una banda, els crèdits concedits per finançar el pla de viabilitat no apareixen en el balanç en el moment de la declaració de concurs i, per tant, estrictament no haurien d'estar sotmesos a la classificació concursal ni als quitaments i les esperes proposades. En coherència, el legislador permet exceptuar-los d'aquesta classificació i delega en la junta tant l'assignació de l'ordre com l'acceptació de la forma de pagament que manté el refinançament després de l'aprovació del conveni.

A més a més, cal tenir en compte que l'article 100.5 suposa només un entorn de continuïtat empresarial quan s'expressa en termes de viabilitat i de conveni, i no preveu una situació de liquidació. Així mateix, entenem que la llei no tan sols es refereix al pagament d'aquests crèdits en un escenari de continuïtat empresarial sense incidències, sinó que també n'extrapola la recuperació «en els termes fixats en el conveni» en l'àmbit de la liquidació. A aquesta interpretació s'hi arriba si tenim en compte que l'article 100.3, insistim, permet alterar la classificació de crèdits per als qui financen el pla de viabilitat, que no garanteix la recuperació de l'empresa ni el compliment del conveni. En conseqüència, no es pot descartar la liquidació del deutor ni tan sols en aquests casos, per la qual cosa entenem que la decisió de la junta quant a l'ordre de prelación de crèdits es pot estendre a una possible situació de liquidació.

En concret, la llei allibera els crèdits refinançadors de l'ordre concursal establert i autoritza la junta a donar prioritat a la seva devolució com a forma de compensar el risc dels creditors que decideixen entrar en una situació de concurs, alhora que fomenta la continuïtat de les empreses amb capacitat per mantenir la seva activitat. Aquesta permissibilitat dota el finançament del pla de viabilitat amb un caràcter extraconcursal que fins i tot s'estén al context d'una possible liquidació.

En definitiva, la junta té la potestat d'aprovar el particular calendari de pagaments i establir la prelación dels crèdits aportats per finançar la viabilitat de l'empresa concursada. Si aquest finançament es perfila en forma de préstec participatiu, ens tornem a trobar amb l'oportunitat d'acotar-ne el caràcter subordinat si a la proposta s'inclou aquesta condició per al cas de liquidació. Malgrat que no hi ha jurisprudència

⁷⁷En concret, l'article 100.3 estableix «en cap cas la proposta no pot consistir en [...] l'alteració de la classificació de crèdits establerta per la llei, [...] sense perjudici així mateix del que es preveu en el paràgraf segon de l'apartat 5 d'aquest article».

⁷⁸El segon paràgraf de l'article 100.5 indica, literalment, que «els crèdits que es concedeixin al concursat per finançar el pla de viabilitat s'han de satisfer en els termes fixats en el conveni».

dència, aquesta interpretació no és incongruent amb la mateixa Llei concursal, ja que, si el legislador hagués volgut excloure els deutes subordinats d'aquesta excepció, és indubtable que ho hauria previst. Conseqüentment, considerem que aquesta omissió no es deu a cap llacuna legal, sinó, al contrari, és una forma d'ampliar el rang d'instruments financers operatius i, amb això, les possibilitats de refinançament i de supervivència empresarial.

És més, tampoc no hi hauria incompatibilitat amb el real decret llei que el defineix com a subordinat, ja que, com que entraria en el passiu de l'empresa insolvent després de la solució de continuïtat acceptada per la junta, aquest préstec no s'hauria de sotmetre a l'ordre de prelació concursal i, per tant, la subordinació es reconeix exclusivament respecte de la resta de crèdits extraconcursals en cas de liquidació per incompliment del conveni.

D'altra banda, considerem que condicionar la concessió del préstec participatiu a l'eliminació de la subordinació davant dels crèdits ordinaris concursals a la proposta no dificultaria l'acceptació del conveni, especialment si, com és habitual en aquest instrument financer, el préstec dugués incorporat un període de manca i part de la seva remuneració depengués dels resultats empresarials. L'aprovació comprensible del conveni s'entén si considerem que a qualsevol creditor el preocupa rescatar, almenys, una part del seu deute i això el pot portar a acceptar els pactes que n'asseguren relativament la recuperació, ja que la liquidació no la garanteix.

Fins i tot seria interessant la proposta per als creditors privilegiats, que preferirien acceptar un conveni i recuperar el seu deute a través dels recursos generats per la mateixa empresa, en lloc d'haver d'esperar un any des de la declaració de concurs per poder executar les garanties. A més a més, el nou finançament no afectaria la prelació dels crèdits especialment privilegiats en cas de liquidació posterior. Així mateix, el fet que un finançador aliè a l'empresa estigui disposat a arriscar-se entrant en una situació de concurs és motiu suficient perquè els creditors concursals dipositin la seva confiança en la continuïtat de l'empresa insolvent.

Tot i això, el pla de viabilitat no és infal·lible, i les anàlisis que se'n fan, tampoc, sobretot tenint en compte l'entorn tan canviant en el qual es mouen la majoria de sectors empresarials o, fins i tot, que en la confecció del pla es puguin fer previsions errònies. Per consegüent, es podria produir un incompliment del conveni i s'entraria, amb denúncia prèvia, a la fase de liquidació. En aquest cas, la preferència del refinançament sobre els crèdits ordinaris admessa per la llei i aprovada en el conveni seria la via per salvaguardar la recuperació del préstec participatiu, en poder rescabalar-se, fins i tot, juntament amb els crèdits contra la massa en la liquidació de l'empresa.

Com a resum de tot el contingut d'aquest epígraf, cal assenyalar que els préstecs que es concedeixin per finançar el pla de viabilitat després de la declaració de concurs tenen caràcter extraconcursal, amb independència que es formalitzin abans o després del conveni. En el primer cas, l'extraconcursalitat es confereix per la via del seu reconeixement com a crèdit contra la massa i, si són aportats com a conseqüència del conveni, aquest caràcter és acceptat per la mateixa llei quan permeti a la junta alterar la classificació d'aquests crèdits, com a mecanisme per facilitar la concessió del finançament necessari per a la continuïtat de l'empresa concursada.

En definitiva, les diverses regulacions que sotmeten el refinançament a l'empresa concursada segons el moment concursal en què s'aporti mostren diferències merament conceptuals però amb conseqüències iguals, ja que en tots dos casos el finançament de la viabilitat empresarial queda fora de la classificació de crèdits concursals. D'aquesta manera i en qualsevol cas, els préstecs participatius aportats amb la finalitat de finançar empreses concursades no se sotmetrien a la regulació general, restringirien el seu caràcter subordinat al grup de crèdits extraconcursals i cobrarien en darrer lloc en cas de liquidació.

D'aquesta manera, el préstec participatiu es consolidaria com el finançament idoni per redreçar empreses declarades insolvents amb estimacions de rendibilitat convincents, i els seus avantatges s'estendrien a les tres parts implicades en l'empresa continuada.

En primer lloc, des del punt de vista del prenedor resultaria un finançament que no esgotaria la liquiditat deteriorada pel període de manca i la remuneració d'acord amb els resultats que habitualment incorpora aquesta figura. Això permetria, en conseqüència, un alleujament financer substancial i una empenta important cap al seu sanejament. És més, atès que la subordinació no esgota la capacitat d'endeutament de l'empresa, el préstec participatiu permetria que l'empresa insolvent pogués completar les seves necessitats financeres amb instruments convencionals de deute.

Des del punt de vista de la resta de creditors, també es consideraria d'elecció el finançament participatiu, que és el menys lesiu per als seus interessos, ja que, a causa de la forma especial d'amortització que sol presentar, no encavalcava el pla de pagaments dels crèdits concursals.

Finalment, quant al prestador participatiu i sempre que es tingui la relativa certesa de rendibilitat, potser el pla de viabilitat concursal seria la millor aposta d'inversió, com a conseqüència de la regulació específica a la qual la llei sotmet el finançament de la viabilitat, cosa que posicionaria el préstec en una situació excepcional i provocaria una disminució notable del risc elevat que acompanya, normalment, els crèdits subordinats del concurs. Paradoxalment, és en situacions concursals on el préstec participatiu podria retallar la seva subordinació i recuperar-se juntament amb els crèdits ordinaris, o fins i tot abans, en cas de liquidació.

5

El mercat dels préstecs participatius

5.1 INTRODUCCIÓ

El mercat dels préstecs participatius es va iniciar com a tal a mitjan dècada dels anys noranta, quan l'Administració va començar a promoure aquest préstec com a instrument de finançament alternatiu per a les pimes. Malgrat tractar-se d'un mercat jove, està assistint a un ràpid procés de consolidació, com demostra el fet que l'Administració estatal i, pràcticament, totes les autonòmiques consideren el préstec participatiu com a figura de finançament públic.

Tot i que en els seus inicis semblava que aquest curiós préstec es limitaria a una font de finançament residual, el cert és que s'ha revelat com un instrument eficaç, gràcies als avantatges que incorpora malgrat que les entitats concedents es trobin limitades a l'àmbit de l'Administració, de les societats de capital risc⁷⁹ i de l'entorn interempresarial. Tot i això, el préstec participatiu s'està refermant amb força en el nostre sistema financer, ja que les seves característiques el converteixen, en determinades situacions, en el substitut perfecte del capital social.

En aquest capítol analitzarem els matisos que presenta el préstec participatiu segons les entitats concedents. A aquest efecte, i després d'haver analitzat les condicions generals dels préstecs, dividirem els grups de prestadors participatius en dues categories que marcaran les característiques d'aquesta figura singular. Addicionalment, estudiarem en un subcapítol, el desenvolupament específic de la figura del préstec participatiu a Catalunya, com també les característiques dels prestadors en aquest país.

⁷⁹ La Llei 1/1999, de 5 de gener, reguladora de les societats de capital risc i de les seves societats gestores, autoritza tots dos tipus de societats a concedir préstecs participatius.

- 5.1. Introducció
- 5.2. Aspectes generals
- 5.3. Entitats concedents: aspectes específics
- 5.4. El préstec participatiu a catalunya



5.2 Aspectes generals

La característica principal del mercat dels préstecs participatius és la pràctica restrictiva a l'àmbit de les pimes. L'especialitat del mercat en aquest tipus d'empreses es deu a dos motius fonamentals, relacionats amb les dues parts de l'operació. Quant a les pimes, la seva mida en condiciona l'accés al mercat de capitals, que per a les pimes pràcticament es redueix als préstecs bancaris. Aquesta limitació les condueix a buscar finançament alternatiu i a vèncer la reticència de qualsevol empresa a compartir el seu resultat amb un tercer aliè a l'empresa, amb la finalitat d'aconseguir el finançament necessari a llarg termini que les seves inversions requereixen.

Pel que fa a les entitats concedents, actualment es restringeixen a les vinculades amb l'Administració, l'objectiu exclusiu de les quals és el finançament de la petita i mitjana empresa, i a les societats de capital risc, limitades legalment al finançament d'empreses no financeres que en el moment de l'aportació no cotitzen en el primer mercat de la borsa de valors.⁸⁰ Evidentment, hi ha grans empreses que no cotitzen en aquest mercat i, per tant, són susceptibles d'accedir al finançament arriscat. Tanmateix, no solen triar aquesta opció financera, ja que la seva mida més gran els permet aconseguir altres fonts que no impliquen, com succeeix amb el capital risc, l'entrada de tercers en el consell d'administració de la societat.⁸¹ En definitiva, els préstecs participatius són concedits actualment per prestadors que dirigeixen el seu negoci especialment a les pimes.

D'altra banda, les característiques legals singulars del préstec participatiu el configuren com un instrument de *quasicapital*. Òbviament, aquesta peculiaritat té el seu reflex en les condicions particulars dels préstecs concedits per cadascuna de les categories de prestadors. No obstant això, amb independència de la naturalesa de l'entitat concedent, els préstecs participatius que actualment s'ofereixen al mercat comparteixen les **característiques generals** següents:

Import: pot arribar a ser molt elevat, tret que s'utilitzi per al finançament de *spin off* o fons de *seed capital*, i la seva magnitud queda justificada per la finalitat del préstec, ja que amb aquest préstec es financen projectes integrals d'inversió.

Durada: gaudeixen d'un horitzó temporal molt dilatat. Aquesta llarga durada, que aproxima el préstec al finançament per via de capital, permet que la devolució del préstec s'acomodi al seu volum elevat, de manera que no provoqui contratemps de tresoreria a la prestatària. Al mateix temps, permet que el projecte financer maduri i generi beneficis i, d'aquesta manera, es maximitzi l'interès participatiu que ha de cobrar l'entitat prestadora.

Període de carència: una altra característica específica d'aquests préstecs és el llarg període de carència que incorporen, durant el qual l'empresa prestatària no més abona els interessos, sense desemborsar cap quantia en concepte de devolució del principal. A vegades, aquest període coincideix amb el venciment final del préstec.

El dilatat període de carència té, en aquests préstecs, un doble efecte. Si tenim en compte que tot projecte d'inversió requereix un temps per madurar i generar beneficis, d'una banda permet al prestatari un alleujament financer en limitar la quota del préstec al pagament dels interessos i, de l'altra, permet al prestador incrementar la seva rendibilitat, ja que el deute pendent es manté intacte durant el període de carència.

Interès: la remuneració del préstec participatiu es compon de dos trams i cadascun d'aquests trams correspon a un tipus d'interès.

El tram fix està vinculat al tipus d'interès mínim⁸² pactat, referenciat a la pràctica a l'EURIBOR o al MIBOR, més un diferencial que sol ser inferior al de mercat. Aquest tram equival a l'interès meritat en un préstec ordinari i se sol pagar amb una periodicitat inferior a l'annual. Evidentment, es calcula sobre el capital pendent i, tenint en compte el llarg període de carència d'aquests préstecs, la quantia d'aquest tram de l'interès es manté constant fins que s'iniciï l'amortització del deute. En concret,

⁸⁰ El primer mercat de la borsa de valors és el mercat on cotitzen les grans empreses, integrat pel mercat continu i les quatre borses locals. Per contraposició, el segon mercat de la borsa de valors és el mercat de les pimes, actualment sense contingut.

⁸¹ Quan una gran empresa recorre al capital risc sol ser perquè li prepari i li faciliti la sortida a borsa.

⁸² Cal recordar que aquest tipus d'interès és denominat fix per la normativa.

la variació d'aquesta quantia només està subjecta a l'evolució de l'índex de mercat que prengui com a referència.

El segon component de l'interès és el tram variable, corresponent al tipus d'interès participatiu⁸³ vinculat a l'activitat de l'empresa prestatària. Aquest interès és pagable a any vençut, un cop es coneix la variable empresarial presa com a referència. Cal recordar que la normativa relativa a aquest préstec no imposa cap paràmetre empresarial específic per determinar l'interès participatiu, sinó que, simplement, exigeix la seva vinculació a l'activitat de l'empresa finançada. No obstant això, la variable més representativa de l'evolució empresarial és el benefici i, precisament, és la referència més utilitzada pels prestadors per determinar el tram participatiu de l'interès.

D'altra banda, l'elecció del benefici com a paràmetre de referència aporta un avantatge evident per al prestatari, ja que permet ajustar part de la retribució del préstec a la seva situació econòmica, de manera que en els exercicis en què el benefici sigui escàs, o fins i tot quan es produeixin pèrdues, només es merita l'interès mínim i, per tant, la remuneració del préstec resulta inferior a la de mercat.

Tanmateix, aquesta mateixa situació té el seu contrapunt en el prestatari, ja que ha de suportar una menor rendibilitat en la seva inversió durant els exercicis difícils de la prestatària. Per aquest motiu, el benefici com a criteri de referència només s'utilitza, en general, per a les societats de capital públic o mixt que actualment estan concedint préstecs participatius a les pimes, per ser els únics prestadors disposats a postergar els seus propis interessos a la protecció de l'empresa finançada. El mateix tarannà protector es reflecteix en l'establiment contractual d'un límit a l'interès variable, per evitar que es dispari quan la prestatària registri beneficis excel·lents.

En canvi, la majoria d'entitats concedents de capital privat prefereixen aplicar un altre índex de referència independent de l'obtenció de beneficis, ja que d'aquesta manera s'asseguren la meritació de l'interès participatiu fins i tot en cas de pèrdues. Segons aquest criteri, maximitzen la seva rendibilitat tot prenent com a variable empresarial el volum de vendes de la prestatària. Evidentment, la contrapartida es tradueix en un deteriorament del benefici i de la liquiditat de l'empresa finançada, especialment si no s'aplica cap límit a l'interès del préstec, com ocasionalment succeeix en l'àmbit de les entitats concedents de capital privat.

La retribució especial d'aquest instrument financer, vinculada a l'evolució incerta de l'empresa, determina el risc elevat del préstec participatiu, intensificat, a més a més, per la seva subordinació davant de la resta de creditors en situacions concursals. Per tot això, es pot afirmar que el risc d'aquest préstec se situa molt per damunt dels préstecs ordinaris i s'aproxima al suportat pel capital social de l'empresa prestatària. Precisament és el risc elevat que incorpora aquest préstec el motiu pel qual els préstecs participatius són concedits, gairebé de manera exclusiva, per entitats vinculades a l'Administració, l'objecte de les quals és el foment de la petita i mitjana empresa, i per societats de capital risc, el negoci de les quals és, per definició, invertir en operacions arriscades capaces de generar rendibilitats elevades. Justament és el mateix risc inherent al préstec participatiu el que l'exclou del negoci de les entitats de crèdit, ja que l'aversion al risc que subjau en la cultura d'aquestes entitats les condueix a aplicar criteris estrictes de prudència en les seves operacions actives.

Cal tenir en compte que, a més del risc intrínsec d'aquest instrument, el mercat de préstecs participatius es restringeix gairebé de manera exclusiva a les pimes, que són empreses amb un índex elevat de mortalitat.

En conseqüència, les entitats concedents intenten minimitzar el risc dels seus préstecs participatius mitjançant mecanismes determinats de protecció.

En primer lloc, **la concessió del préstec participatiu està condicionada bàsicament pels criteris següents: qualitat de l'equip directiu i viabilitat econòmica i tècnica del projecte d'inversió.** Exactament són els mateixos criteris de concessió que utilitza el capital risc per decidir l'aportació de capital social a l'empresa demandant de finançament.

⁸³ Denominat *variable* per la normativa.

En el cas de les pimes, aquests dos requisits s'han de demostrar a través d'un pla de negoci coherent,⁸⁴ capaç de convèncer l'entitat concedent de la idoneïtat de l'operació. D'aquesta manera, el prestador minimitza la incertesa sobre l'evolució de l'empresa i, per tant, el risc de no obtenir la rendibilitat desitjada.

Cal assenyalar, a més a més, la diferència que hi ha entre els criteris de concessió utilitzats tradicionalment per les entitats de crèdit i els aplicats pels prestadors participatius i els capitalistes arriscats, ja que mentre els primers decideixen la seva inversió d'acord amb els fons propis de la prestatària, els segons es decanten per la valoració del projecte d'inversió per finançar. Seria desitjable que aquest últim criteri es generalitzés i s'estengués a les entitats de crèdit, ja que ampliaria les possibilitats de finançament i creixement de les pimes.

Curiosament, el risc financer mesurat a través del nivell d'endeutament de la prestatària no és un factor especialment rellevant per als prestadors participatius. Com a mostra d'això, en la pràctica s'han arribat a concedir aquests préstecs a empreses amb uns deutes superiors al 80% respecte del passiu total. És més, el préstec participatiu és una figura idònia per a les empreses que, fins i tot, donen pèrdues i pretenen realitzar inversions amb expectatives clares d'èxit. La menor importància de l'existència de pèrdues es deu al fet que una part de la remuneració del prestador fa èmfasi en l'evolució positiva de l'empresa, és a dir, en l'aposta pel seu futur i, per tant, són la capacitat del projecte per generar beneficis i la qualitat de l'equip gestor les condicions que determinen la concessió del préstec.

Un altre requisit exigint a les pimes per a l'aportació del préstec participatiu és la presentació dels seus comptes anuals auditats. A més a més, si es decideix l'aportació del préstec, la prestatària s'ha de comprometre contractualment a realitzar una auditoria anual. D'aquesta manera, els prestadors forcen pimes a dur la seva comptabilitat amb transparència i s'asseguren, al mateix temps, la fiabilitat de les magnituds vinculades a l'interès participatiu i una rendibilitat d'acord amb la situació econòmica real de l'empresa finançada.

Per eliminar el risc associat a la rendibilitat del préstec, és important assenyalar que, en general, **els préstecs participatius es concedeixen únicament per finançar projectes integrals d'inversió, és a dir, inversions en actiu fix i inversions col·laterals al projecte principal, com ara inversions en actiu circulat i plans de comercialització i de màrqueting, entre altres.** Tanmateix, no es concedeixen préstecs participatius per finançar exclusivament actiu circulat, ni per refinançar altres deutes o per mantenir el ritme normal de facturació i activitat de les empreses i, habitualment, tampoc no es concedeixen per fomentar inversions financeres. En definitiva, el préstec participatiu s'adreça exclusivament a finançar inversions empresarials capaces de generar una rendibilitat financera demostrable i, d'aquesta manera, el prestador reforça la disminució del risc associat a la rendibilitat del seu préstec.

Quant al risc de fallida a causa de la mida, la majoria d'entitats concedents, excepte a Catalunya, estan especialitzades, sobretot, en la fase de desenvolupament i expansió, per ser aquesta etapa empresarial menys arriscada que la d'arrencada. A més a més, el préstec participatiu és el finançament ideal per passar a ser gran empresa, a causa del gran volum de fons que poden arribar a aportar.

Respecte al risc de no recuperar el préstec en una situació concursal declarada, no hi ha cap mecanisme per minimitzar-lo, ja que cal recordar que la subordinació del préstec anul·la l'eficàcia de les garanties en un concurs de creditors. Tot i això, no hi ha un criteri uniforme entre les entitats concedents quant a l'exigència de garanties i només són requerides per alguns prestadors, gairebé sempre externs a la societat, és a dir, en forma d'aval dels propietaris de l'empresa finançada. D'aquesta manera, s'asseguren la recuperació del préstec davant de la impossibilitat de la prestatària de fer front als seus deutes, però, insistim, sempre que es tracti d'una simple insolvència no immersa en un procés concursal.

Tanmateix, **totes les entitats, tot fonamentant-se en el principi de risc compartit, exigeixen uns fons propis de l'empresa prestatària superiors al préstec sol·licitat com una forma de garantia relativa o almenys, relativament importants, ja que d'aquesta manera el prestador participatiu assumeix, com a màxim, el mateix risc que la societat finançada.** No obstant això, la

⁸⁴ Informe detallat de totes les àrees d'activitat d'una empresa, amb una projecció de la seva evolució. Un model de pla de negocis o business plan es pot consultar al web del CIDEM: www.cidem.com.

garantia veritable del préstec se sustenta en la viabilitat del projecte per finançar i en la competència de l'equip gestor.

En concret, el risc elevat del préstec participatiu afecta tant la rendibilitat esperada, vinculada a l'evolució incerta de l'empresa, com la recuperació del deute pendent, per la subordinació i la mida de la prestatària. Per minimitzar el risc associat a la rendibilitat, els prestadors exigeixen projectes d'inversió demostrablement viables i equips de gestió competents. D'aquesta manera redueixen, al mateix temps, el risc de fallida de la prestatària i, per tant, el risc de perdre la seva inversió pendent. A més a més, alguns prestadors reforcen la possibilitat de recuperar el deute tot aportant el seu préstec a empreses en fases menys arriscades. En qualsevol cas, tots els prestadors disminueixen el risc de fallida i exigeixen uns fons propis comparables al préstec participatiu.

Després d'haver analitzat les característiques genèriques del préstec participatiu, l'epígraf següent aborda les condicions concretes d'aquest instrument dissenyades per cadascuna de les entitats concedents, basades fonamentalment en la flexibilitat i l'adaptació de l'operació a l'evolució esperada de cada empresa en particular.

5.3 Entitats concedents: aspectes específics

Com hem comentat prèviament, els préstecs participatius només són concedits per entitats disposades a assumir el risc elevat que aquest instrument incorpora. En concret, des dels seus inicis només han estat aportats per entitats vinculades a les administracions, de capital públic o mixt, i per societats de capital risc. Tanmateix, recentment s'estan incorporant al mercat altres societats de capital privat amb forma societària diferent de la de les societats de capital risc, cosa que demostra l'expansió del mercat dels préstecs participatius.

L'anàlisi següent es fonamentarà en les característiques particulars dels préstecs participatius concedits per les entitats més representatives, classificades segons el tipus de societat al qual pertanyin.

5.3.1. Societats vinculades a l'administració pública

Abans de fer aquesta anàlisi, i atès que totes les entitats concedents de préstecs participatius vinculades a l'Administració dirigeixen els seus préstecs, exclusivament, a petites i mitjanes empreses que compleixin la definició establerta per la Unió Europea, ens sembla convenient citar aquesta definició per perfilar el tipus d'empreses que poden accedir a aquests préstecs.

Així doncs, la Recomanació de la Comissió de la Unió Europea de 6 de maig de 2003, publicada en el Diari Oficial de la Unió Europea amb data 20 de maig de 2003, estableix, en l'article 2, la definició de *pime* segons els criteris següents:

1. *La categoria de microempreses, petites i mitjanes empreses (pime) està constituïda per les empreses que ocupen menys de 250 persones, el volum de negoci anual de les quals no sobrepassa els 50 milions d'euros o el balanç general anual de les quals no sobrepassa els 43 milions d'euros.*
2. *En la categoria de les pimes, es defineix una petita empresa com una empresa que ocupa menys de 50 persones, el volum de negoci anual o balanç anual de la qual no supera els 10 milions d'euros.*
3. *En la categoria de les pimes, es defineix una microempresa com una empresa que ocupa menys de 10 persones i el volum de negocis anual o balanç general anual de la qual no supera els 2 milions d'euros.*

Un cop establert el concepte de *pime*, en aquest epígraf analitzarem el grup d'entitats vinculades a l'Administració central, amb un àmbit d'actuació sense limitació territorial, i les dependents de les administracions autonòmiques, amb un àmbit d'actuació restringit a la comunitat autònoma on es troben ubicades. Cal destacar

que pràcticament en totes les comunitats autònomes hi ha entitats dedicades a la concessió d'aquests préstecs. No obstant això, per motius d'extensió, únicament analitzarem les més representatives, classificades segons el seu àmbit geogràfic d'actuació.

5.3.1.1 Societats vinculades a l'administració pública, de l'àmbit estatal

L'any 1996, el Govern central, com a mesura de foment a les petites i mitjanes empreses, va iniciar la concessió de préstecs participatius acollits a l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, a través d'entitats de capital públic determinades. A partir d'aquesta data, han estat diverses les societats que s'han adherit a aquest tipus de finançament, si bé a causa dels motius esmentats només analitzarem les que es presenten a continuació.

• Empresa Nacional de Innovación, SA (ENISA).

És una entitat de capital públic, adscrita al Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç a través de la Direcció General de Política de la Pime. La seva composició accionarial es distribueix entre la Direcció General del Patrimoni de l'Estat (DGPE), 90,83 %; el Centre per al Desenvolupament Tecnològic Industrial (CDTI), 8,67 %, i l'Institut per a la Diversificació i l'Estalvi de l'Energia (IDAE), 0,50 %.

ENISA es va constituir l'any 1982 amb l'objectiu social de gestionar i promoure projectes empresarials innovadors. Des de l'any 1995, la seva activitat se centra exclusivament en la concessió de préstecs participatius, emmarcats en la seva política de suport i foment a les pimes. La zona d'actuació d'ENISA comprèn tot el territori de l'Estat i, en aquesta línia, s'ha consolidat com l'entitat de referència en el mercat dels préstecs participatius.

El perfil de les empreses a les quals s'adrecen els préstecs participatius d'ENISA i, també, els criteris bàsics que utilitza aquesta entitat per seleccionar els projectes per finançar es recullen en el quadre 12.

Quadre 12

Préstec participatiu: condicions d'accés i selecció

Condicions que ha de complir l'empresa sol·licitant

- Ha de ser petita o mitjana empresa segons la definició establerta per la Unió Europea
- Ha d'estar emmarcada en qualsevol sector d'activitat, excepte l'immobiliari i el financer
- Ha de tenir una situació econòmicofinancera sanejada i equilibrada
- Ha de tenir estats financers auditats

Criteris bàsics utilitzats per a la selecció de projectes

- Viabilitat del projecte empresarial
- Qualitat de l'equip directiu
- Avantatges competitiu
- Operacions en mercats de creixement
- Pla financer consistent
- Rendibilitat adequada al risc
- Creació d'ocupació

La petita i mitjana empresa ha de presentar a ENISA un pla de negoci convincent, l'anàlisi del qual determina la concessió o el rebuig del préstec participatiu. En cas que es decideixi la seva aportació, el préstec es concedeix amb les condicions recollides en el quadre 13.

El préstec participatiu d'ENISA va adreçat a pimes tant en fase d'arrencada com en fase de desenvolupament i expansió. Aquest aspecte resulta molt interessant, ja que alguns prestadors participatius exclouen del seu negoci les empreses en etapes inicials per considerar-les excessivament arriscades.

Crida l'atenció l'elevat import que pot assolir el préstec, sobretot si tenim en compte que les beneficiàries són pimes. L'accés a aquest gran volum de finançament resulta especialment important per a les petites i mitjanes empreses el ritme de creixement de les quals les duu a traspassar les seves mires i a convertir-se en gran

Quadre 13

Característiques financeres dels préstecs participatius d'ENISA

Titular	Pime	Tipus d'interès mínim	EURIBOR a un any, més un diferencial entre el 0,25 i el 0,50 %
Import	Entre 100.000 i 1.000.000 euros	Liquidació	Trimestral
Termini	Entre 5 i 10 anys	Tipus d'interès variable	Depenent dels resultats de l'empresa, i amb un límit del 6 %
Carència de principal	Entre 3 i 8 anys	Liquidació	Anual, als 20 dies de l'aprovació dels comptes anuals
Amortització	Quotes semestrals constants durant els dos últims anys	Comissió d'obertura	0,5 %
Garanties	No s'exigeixen	Comissió d'amortització anticipada	2 %
Cofinançament	S'exigeixen uns fons propis iguals al préstec sol·licitat	Formalització	Contracte intervingut per notari

empresa, o per a les empreses que tenen un projecte ambiciós d'inversió del qual es preveuen expectatives clares d'èxit. En qualsevol cas, l'entrada de tal volum de fons permet a la petita i mitjana empresa finançar el seu pla estratègic.

Quant al termini, també és elevat i, d'aquesta manera, el préstec permet que el projecte financer maduri al mateix temps que protegeix la liquiditat de l'empresa. Aquest termini dilatat, que aproxima el préstec participatiu al capital social, s'acompanya, a més a més, d'un ampli període de carència de principal que ofereix un alleujament financer notable, especialment si tenim en compte que les primeres etapes d'un projecte d'inversió són les més sensibles als desequilibris de caixa.

Després de la fi del període de carència, s'inicia l'amortització del préstec, que ENISA sol establir en quatre pagaments semestrals i iguals durant els dos últims anys de la vida del préstec. No obstant això, ENISA deixa oberta la possibilitat de negociar un altre tipus d'amortització i, d'aquesta manera, adapta el préstec a la capacitat de generació de liquiditat de la prestatària.

Un altre aspecte que crida l'atenció és l'absència de garanties, atès que ENISA, a diferència de la majoria d'entitats, no les exigeix.

Pel que fa a la remuneració dels préstecs, ENISA estableix un tipus d'interès mínim referenciat a l'EURIBOR més un petit diferencial, i un tipus d'interès participatiu, vinculat als beneficis de la prestatària i amb un sostre del 6% per evitar que l'interès es dispari. La fórmula que utilitza ENISA per determinar el tipus d'interès participatiu és la que es mostra a continuació:

$$\text{Tipus d'interès total}^{85} = \frac{\text{BAT}}{\text{FP Mitjans}} - 100$$

On:

BAT: benefici abans d'impostos

FP Mitjans: Mitjana del fons propis de l'exercici

A través de l'expressió anterior, ENISA calcula l'interès total del préstec i, per diferències amb el tipus d'interès mínim, obté el tipus d'interès participatiu aplicable en cada exercici.

Els préstecs concedits per ENISA provenen de capital públic, ja sigui a través del Ministeri d'Indústria o a través dels seus propis fons. Això permet que les condicions financeres d'ENISA resultin més avantatjoses que les condicions ofertes per altres prestadors de capital privat, com ara les societats de capital risc. En una línia similar a la d'ENISA es troben els préstecs participatius concedits per altres entitats vinculades a l'Administració.

⁸⁵ L'anàlisi desenvolupada d'aquesta expressió es mostrarà en el capítol relatiu als aspectes financers.

D'altra banda, el risc elevat del préstec i la seva peculiar retribució, juntament amb l'evolució de l'empresa, justifiquen una sèrie de cauteles que ENISA estableix en els seus contractes de préstec. Aquestes cauteles es concreten en unes obligacions d'informació per a la prestatària, que es mostren en el quadre 14.

Quadre 14 Obligacions de la prestatària i drets d'ENISA establerts contractualment

Obligacions de la prestatària

- Remetre a ENISA un pressupost anual de resultats, inversions, balanç i tresoreria
- Remetre a ENISA, trimestralment, els estats financers
- Realitzar anualment una auditoria
- Dotar anualment una reserva de préstec participatiu

Drets d'enisa

- Assistència a la junta general de la prestatària, amb veu i sense vot

Els aspectes formals recollits en el quadre 14 solen ser comuns entre tots els prestadors participatius, que els incorporen en els seus contractes per disminuir el risc elevat del préstec.

Pel que fa a l'obligació de l'auditoria, és comprensible que ENISA, igual que la majoria de prestadors participatius, exigeixi uns comptes d'acord amb la realitat empresarial, ja que la seva rendibilitat depèn del resultat comptable de la prestatària. En cas que la prestatària no vulgui fer una auditoria, pot substituir-la per la liquidació de l'interès màxim o, alternativament, si el resultat de la prestatària el duu a liquidar el màxim interès, tampoc no és necessari que realitzi l'auditoria.

A més a més, un cop ateses les obligacions legals, la prestatària ha de dotar anualment una reserva de préstec participatiu per la part equivalent a la que resulta d'amortitzar el préstec mitjançant quotes anuals i iguals. Cal tenir en compte que el préstec gaudeix d'un llarg període de carència en el qual no s'amortitza principal i, durant aquest termini, ENISA obliga les pimes a canalitzar part del seu benefici a una reserva que recull les hipotètiques quotes que pagaria el préstec si no hi ha període de carència. D'aquesta manera, s'evita que la prestatària es descapitalitzi quan iniciï la devolució del préstec, atès que ha de tornar un gran volum de fons en un curt període de temps, que en el cas d'ENISA se situa en dos anys.

Cal tenir en compte que l'obligació de dotar aquesta reserva implica dues conseqüències: d'una banda, s'atenua el problema de la possible insolvència que podria sorgir en el moment del venciment del préstec i, de l'altra, es produeix un increment dels fons propis amb l'increment consegüent del nivell de solvència de la prestatària.

Un altre punt diferencial es refereix al dret d'assistència amb veu i sense vot que té ENISA a les juntes d'accionistes de les seves prestatàries. Això es justifica si tenim en compte que l'evolució de l'empresa afecta tant els prestadors participatius com els seus propietaris. Per aquest motiu, ENISA està present quan es decideixen qüestions estratègiques de l'empresa, i la seva presència aporta experiència i opinió objectiva a la presa de decisions. En aquest sentit, es pot dir que ENISA dona suport a les seves prestatàries en la mesura que ho necessiten, cosa que suposa una aportació de valor en les petites i mitjanes empreses finançades.

• Axis Participaciones Empresariales SGECR, SA.

Aquesta societat gestora de fons de capital risc pública estatal, pertanyent a l'Institut de Crèdit Oficial (ICO), té com a objectiu finançar empreses en qualsevol de les seves etapes, incloses les inicials.

Axis és la societat pública amb més experiència en el sector del capital risc, ja que duu a terme la seva activitat des de l'any 1987. Les seves línies de finançament es materialitzen en capital, deute subordinat, préstecs participatius i altres préstecs, i el paquet de finançament, inclosa la concessió de préstecs participatius purs, es decideix personalitzadament per a cada operació concreta.

De la mateixa manera, es dissenyen particularment per a cada operació les característiques dels préstecs participatius. Per aquest motiu, Axis no té un model normalitzat de préstec i les seves condicions de preu i termini depenen de la casuística de l'empresa finançada.

No obstant això, pot servir d'exemple una de les múltiples modalitats de préstec participatiu que utilitza aquesta societat. Així doncs, l'interès mínim s'estableix en l'EURIBOR més un petit percentatge, i el diferencial participatiu, pagable anualment, es calcula a partir del benefici net d'explotació abans d'amortitzacions,⁸⁶ ja que és la mesura que determina realment la capacitat de l'activitat de l'empresa.

L'interès participatiu s'estableix sobre el grau de compliment de l'EBITDA estimat, de manera que, si s'aconsegueix arribar al 60 % de l'EBITDA esperat en les projeccions presentades en el pla de negoci, es cobra, aproximadament, el 2 % sobre l'EBITDA de l'exercici. Si es compleixen les expectatives sobre el 70 % de l'EBITDA esperat, es cobra, aproximadament, el 3 % de l'EBITDA assolit a l'exercici, i, així, el tipus d'interès participatiu que s'afegeix al tipus d'interès mínim s'estableix per trams creixents. D'aquesta manera, Axis aconsegueix encaixar el seu préstec en l'evolució de l'empresa. No obstant això, insistim que aquest només és un dels mètodes que Axis aplica per calcular la remuneració del préstec, ja que de vegades utilitza altres variables com ara xifres de negoci per establir l'interès participatiu de l'operació.

Quant al termini, es pot dilatar fins als set anys, i inclou un període de carència de capital que fins i tot pot comprendre els interessos quan l'empresa finançada es troba en les seves primeres etapes.

Pel que fa a l'aportació de garanties, Axis només les exigeix quan l'origen de la resta del finançament de l'empresa ho fa recomanable.

Una altra particularitat present en els préstecs participatius d'Axis és que aquests préstecs poden ser convertibles en capital social. Aquesta fórmula resulta molt interessant en les primeres fases empresarials, ja que evita els problemes de la necessària valoració quan el finançament es planteja amb aportació de capital, i no es pot estimar amb relativa fidelitat els beneficis i la generació de caixa per raó de la immaduresa de l'empresa.

En concret, el tret que defineix els préstecs d'Axis és la flexibilitat completa per adaptar-se a les necessitats concretes de cada operació i als objectius estratègics de cada empresa.

• Compañía Española de Financiación al Desarrollo, SA (COFIDES).

Aquesta societat de capital mixt, participada per ICEX, ICO, BBVA, BSCH, ENISA i el Banc de Sabadell, té com a objectiu el foment d'inversions productives d'empreses espanyoles en països emergents. Per consegüent, els criteris d'avaluació que aplica són, a més de la viabilitat de la inversió i de la capacitat dels seus promotors, la contribució del projecte a la internacionalització de l'economia espanyola i al desenvolupament del país receptor.

Cal matisar que COFIDES només finança projectes a empreses estrangeres si la matriu espanyola que la participa assumeix un compromís a llarg termini i contribueix, a més a més, amb els seus recursos financers, tecnològics i de gestió.

Els fons aportats per COFIDES a través de les seves diferents línies de finançament es materialitzen en capital social, préstecs tous i instruments de *quasicapital*, com ara el deute convertible, el subordinat i el préstec participatiu. Segons els requeriments de finançament, COFIDES dissenya un paquet compost per les figures anteriors o, fins i tot, aporta un préstec participatiu sense acompanyament de la resta d'instruments.

Pel que fa al termini dels préstecs participatius concedits per COFIDES, sol oscil·lar entre els cinc i els vuit anys, de manera que intenten acomodar-lo al termini de recuperació de la inversió.⁸⁷ A més a més, incorporen un període de carència fins als tres anys.

⁸⁶Conegut com a EBITDA, acrònim anglosaxó d'*earnings before interests, taxes, depreciation and amortization*, és a dir, beneficis abans d'interessos, impostos, depreciació i amortització.

⁸⁷En termes anglosaxons, pay-back.

L'establiment del preu dels préstecs de COFIDES és molt més complicat que els d'aquells que es concedeixen en el nostre territori nacional, ja que cal tenir en compte que aquesta societat està sotmesa no tan sols al risc inherent al mateix projecte, sinó també al risc país, diferent, a més a més, en cadascun dels països en desenvolupament on inverteixen. És més, també s'ha de protegir davant del desviament de resultats que es pot realitzar a través del preu de transferència entre l'empresa finançada i la matriu espanyola.

Per tot això, en la determinació de l'interès participatiu algunes vegades hi intervenen variables financeres com ara benefici i xifra de negoci, però, en altres, s'inclouen variables físiques com ara tones i unitats de productes venuts. Aquestes característiques remuneratòries particulars confereixen als préstecs de COFIDES un cert exotisme, justificat pel risc intens que suporten derivat de la idiosincràsia de cada operació. En conseqüència, el preu participatiu del préstec s'adapta a cada empresa i a cada país concret.

Quant al tipus d'interès mínim, que COFIDES denomina *predeterminat*, se sol establir en l'EURIBOR o el MIBOR, amb un diferencial negatiu en algunes operacions.

Per acabar, cal assenyalar que COFIDES no sotmet la concessió del préstec a l'aportació de garanties.

5.3.1.2 Societats vinculades a l'administració pública de l'àmbit autonòmic

De l'ampli grup que formen les societats de l'àmbit autonòmic, analitzarem, sense menysprear la resta, les que presenten alguna característica especial que les diferencia de les altres.

• LUZARO, EFC, SA.

És l'única entitat de crèdit que ha entrat en el mercat dels préstecs participatius. A més a més, aquest establiment financer de crèdit⁸⁸ ha estat l'entitat pionera del préstec participatiu al nostre país, ja que va introduir aquest instrument en el nostre sistema financer a mitjan dècada dels anys noranta.

L'accionariat d'aquesta entitat es distribueix entre sis caixes i bancs bascos, ENISA i el Govern basc. Aquesta composició accionarial configura l'operativa de LUZARO, que refinaça l'import dels seus préstecs a través de les entitats de crèdit accionistes a un tipus d'interès, i presta a les pimes a un altre tipus menor. El diferencial d'interessos és subvencionat a LUZARO pel Govern basc, en la seva política de foment i suport a les pimes. Així mateix, el risc de partides fallides de cada operació es reparteix entre el Govern basc, que assumeix el 50 % d'aquest risc; l'entitat de crèdit accionista refinançadora del préstec, que n'assumeix el 40 %, i LUZARO, que només suporta el 10 % del risc de partides fallides.

Malgrat que LUZARO té diverses línies de finançament, entre les quals s'inclouen els préstecs ordinaris a microempreses, els préstecs participatius són la principal línia d'activitat d'aquesta entitat, i s'adrecen exclusivament a pimes que localitzen les seves inversions dins de l'àmbit d'Euskadi o que, en tenir-hi la seva social, inverteixen a l'exterior per consolidar la seva implantació en el mercat de què es tracta. Les característiques financeres dels préstecs participatius de LUZARO es descriuen a continuació.

El volum del préstec se situa entre 100.000 i 1.000.000 euros, i el termini oscil·la entre cinc i deu anys amb una amortització que pot ser única, tot i que normalment es realitza entre dos i set anys després del venciment.

El tipus d'interès fix, que LUZARO denomina *a compte*, se situa entre el 60 i el 90 % del MIBOR o l'EURIBOR. Aquest tipus d'interès tan tou aplicat per LUZARO és possible gràcies a la subvenció que rep aquesta entitat del Govern basc, per cobrir el diferencial d'interessos entre l'abonat per LUZARO a les entitats de crèdit subministradores de fons i el tipus reduït d'interès a compte cobrat per LUZARO

⁸⁸El Reial decret 692/1996, de 26 d'abril, defineix els establiments financers de crèdit (EFC) com una nova modalitat d'entitat financera que ha de substituir les diferents categories d'entitats de crèdit de l'àmbit operatiu limitat (ECAOL). Aquestes entitats poden realitzar una o diverses de les activitats típiques de les entitats de crèdit (concessió de préstecs i crèdits, facturatge, arrendament financer, emissió i gestió de targetes de crèdit i concessió d'aval i garanties). No obstant això, als establiments financers de crèdit els queda prohibida, malgrat la seva condició d'entitat de crèdit, la captació de fons reemborsables del públic en forma de dipòsit, préstec, cessió temporal d'actius financers o altres mitjans anàlegs. Aquesta limitació provoca que la seva via de finançament quedi pràcticament restringida al mercat interbancari.

a les seves prestatàries, cosa que permet neutralitzar els contratemps entre els seus costos com a prenedor de fons i els seus ingressos com a prestador, en aquesta doble posició que adopta LUZARO com a baula d'aquesta peculiar cadena de finançament.

El tipus d'interès participatiu, denominat per LUZARO *complementari*, es calcula a partir de l'expressió següent:

$$T_T = \frac{\text{BAT} + \text{Interessos préstec participatiu}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} - 100$$

On:

TT:	Tipus d'interès total nominal de cada exercici
BAT:	Benefici abans d'impostos
Interessos del préstec:	Interessos mínims o fixos pagats durant l'exercici amb la periodicitat pactada
FP mitjans:	Mitjana aritmètica dels fons propis de l'exercici
Saldo mitjà del préstec:	Mitjana ponderada segons el temps de permanència del capital viu al llarg de l'exercici

El tipus d'interès participatiu es calcula per diferències entre el tipus d'interès total i el tipus mínim o a compte, i l'interès màxim del préstec està limitat al 115 % de l'EURIBOR.

Cal assenyalar que LUZARO segueix una política de cofinançament similar a la d'E-NISA, ja que només finança el 60 % de la inversió. A més a més, accepta que fins al 80 % es completi amb altres finançaments, de manera que l'empresa ha de finançar, com a mínim, el 20 % del projecte amb fons disponibles o amb un increment de fons propis, sense que les subvencions puguin computar com aquests fons.

Són diversos els préstecs diferencials de LUZARO respecte dels concedits per altres prestadors. En primer lloc, aquesta entitat no tan sols finança inversions empresarials, sinó també reestructuracions de balanços d'empreses amb dificultats financeres.

A més a més, LUZARO és l'únic prestador participatiu que té signats convenis de col·laboració amb dues societats de garanties recíproques, Elkargi, SGR i Oinarri, SGR, totes dues ubicades a Euskadi. Aquests convenis permeten una millora significativa en el preu i les comissions dels préstecs avalats de LUZARO, ja que, en aquests préstecs, el risc i la ventura de l'operació l'assumeix en la seva totalitat la SGR corresponent.

Pel que fa a la presentació dels comptes anuals, aquesta entitat només els exigeix auditats si la pime està obligada a auditar-se, o si l'import del préstec és superior als 500.000 euros. Per a imports inferiors, LUZARO no exigeix la realització d'auditories anuals.

Quant a l'aportació de garanties, LUZARO només les exigeix quan la situació de la peticionària ho aconselli. En aquests casos, les garanties són, preferiblement, de caràcter personal, amb responsabilitat mancomunada i proporcional a la participació accionarial de l'empresa beneficiària, i només excepcionalment requereix garanties reals.

• Grup SODI.

És una organització de societats d'inversió financera i serveis empresarials, filials de SEPIDES.⁸⁹ Actualment, el grup SODI està compost per SODIAR, SODICAMAN i SODIEX, implantades a les comunitats autònomes d'Aragó, Castella-La Manxa i Extremadura, respectivament.

⁸⁹SEPI Desarrollo Empresarial pertany a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) i el seu objectiu principal és la dinamització de l'activitat empresarial, especialment a les zones més desfavorides, tot participant en iniciatives privades que aportin nova inversió i generin creació d'ocupació.

El capital d'aquestes societats és mixt, i l'accionariat es distribueix entre SEPIDES com a accionista majoritari, administracions autonòmiques, diputacions provincials, bancs, caixes d'estalvis i caixes rurals.

L'objectiu de les SODI és contribuir a l'enfortiment del teixit empresarial de les comunitats autònomes on estan ubicades. Per consegüent, en la concessió de finançament hi tenen una consideració especial els projectes que es basen en un aprofitament de recursos de la regió, o que per la seva capacitat d'arrossegament suposin una dinamització econòmica de la zona en què s'implanten.

Quant al suport financer, les SODI ofereixen paquets formats per participacions en capital, préstecs ordinaris, participatius i obligacions convertibles. D'aquesta manera, no concedeixen préstecs participatius purs, sinó sempre acompanyats d'altres instruments financers.

Els préstecs participatius de SODICAMAN són els més destacats d'aquest grup de societats, ja que apliquen un mètode de càlcul original que les diferencia de la resta de préstecs. Atès que els préstecs de SODIAR i SODIEX resulten molt similars als d'ENISA, centrarem l'anàlisi en els préstecs de SODICAMAN.

• SODICAMAN

Els préstecs participatius concedits per SODICAMAN solen tenir un venciment aproximat de set anys, amb dos de carència. A més a més, no exigeixen garanties contractuals, ja que aquesta societat entén que la veritable garantia de l'operació es basa en la confiança i la credibilitat de l'empresa finançada.

Quant a la remuneració dels participatius d'aquesta SODI, l'interès mínim es refereix a l'EURIBOR més un diferencial al voltant del 0,5 %, mentre que, per calcular l'interès participatiu, SODICAMAN ha dissenyat la fórmula següent:

$$\text{Tipus participatiu}^{90} = \frac{\text{BAIT}}{\text{FP Mitjans} + \text{Préstec participatiu pendent}} - \text{K}_{100}$$

Les sigles es corresponen amb les variables següents:

BAIT:	Benefici abans d'interessos i impostos
FP mitjans:	Mitjana aritmètica dels fons propis de l'exercici
K:	Coefficient corrector que oscil·la entre 0,1 i 0,2 per cada empresa, segons els seus resultats previstos. Aquesta constant, que es fixa contractualment, roman invariable durant tota la vida del préstec

Mitjançant l'expressió anterior, es determina el tipus d'interès participatiu que s'aplica sobre el capital pendent per calcular el tram participatiu de l'interès. Per tant, el tipus d'interès total del préstec és, en aquest cas, la suma dels dos tipus d'interès, el mínim més el participatiu.

Atesa l'evolució temporal de les variables que formen la fórmula anterior, el tipus d'interès participatiu al principi del préstec és menor, i va creixent a mesura que transcorren els anys. D'aquesta manera, s'aconsegueix un tipus d'interès completament adaptatiu a l'evolució empresarial.

Així mateix, mitjançant l'aplicació del coeficient corrector K, inferior a la unitat, SODICAMAN aconsegueix disminuir notablement l'interès del préstec, en coherència amb la seva política de promoció empresarial.

En qualsevol cas, si el BAIT resultés excel·lent, l'interès es dispararia, i per contenir la remuneració, SODICAMAN aplica un límit a l'interès participatiu o al total i, d'aquesta manera, personalitza l'aplicació d'aquest límit per a cada empresa.

Aquesta societat insisteix en la gran flexibilitat de les seves operacions, ja que intenten adaptar les condicions financeres dels seus préstecs a cada empresa concreta, amb la finalitat de fomentar el seu desenvolupament i la creació d'ocupació.

⁹⁰ L'anàlisi financera de l'interès, calculat a partir d'aquesta fórmula, es mostrarà en l'epígraf corresponent als aspectes financers.

Com a conclusió d'aquest epígraf, es poden observar les condicions financeres avantatjoses dels préstecs participatius concedits per les entitats vinculades a l'Administració. Això permet materialitzar la tendència del Govern quant a la substitució dels ajuts a fons perdut per les ajudes retornables, com a mecanisme per implicar l'empresari en la gestió adequada dels fons obtinguts i, simultàniament, per garantir en els prestadors una rendibilitat sostenible que permeti mantenir les polítiques de finançament públic, amb la finalitat de promoure el creixement de les petites i mitjanes empreses i la creació d'ocupació.

5.3.2. Societats de capital risc

Per a la pràctica totalitat de societats de capital risc, el préstec participatiu no és una operació especialment buscada i, tot i que s'inclouï entre els instruments de finançament alternatius, no té el protagonisme que concedeixen a l'aportació de capital, objecte principal del seu negoci. El motiu principal rau en el tractament fiscal diferent que la normativa relativa a aquestes entitats ofereix a l'aportació de capital i al préstec participatiu.

D'aquesta manera, les plusvàlues obtingudes per les societats de capital risc, procedents de la transmissió d'accions i participacions, gaudeixen, amb els requisits temporals previstos, d'una exempció del 99 % i una deducció del 100 %, per evitar la doble imposició interna. Així mateix, els dividendes també tenen la mateixa deducció del 100 % pel mateix motiu.⁹¹

Tanmateix, aquestes bonificacions fiscals no són aplicables als interessos meritats pels préstecs participatius concedits per aquestes societats, que tributen com a ingrés financer al 35 %.

Aquest tractament desigual provoca que la rendibilitat financera fiscal del préstec resulti, per a aquestes entitats, notablement inferior a la de la inversió en capital. En conseqüència, consideren el préstec participatiu un simple instrument accessori que completa l'aportació de capital social. A més a més, únicament l'inclouen en el paquet de finançament quan el disseny integral de l'operació arriscada, basat en l'estructura financera de la prestatària i les seves expectatives de negoci, ho faci recomanable.

Quant a les característiques financeres dels préstecs participatius concedits per les societats de capital risc, no hi ha un criteri uniforme per determinar l'interès participatiu i, d'aquesta manera, cadascuna de les entitats elabora el seu propi mètode per calcular l'interès vinculat a l'activitat de la prestatària. Tanmateix, totes comparteixen unànimement la mateixa orientació en el disseny dels seus préstecs participatius, ja que el conjunt de les societats de capital risc entén que la devolució i la retribució del préstec no pot extorquir la capacitat econòmica de l'empresa deutora. Cal tenir en compte que en les societats arriscades convergeixen les figures de prestadors i propietaris, i des de la seva posició d'accionistes no els convé ofegar l'empresa participada.

Per aquest motiu, totes les societats de capital risc dissenyen personalitzadament per a cada empresa les condicions financeres del préstec participatiu quant a volum, termini, període de carència i tipus d'interès, amb l'objectiu d'adaptar el préstec a la capacitat econòmica prevista i garantir una estructura financera sostenible en la societat participada.

En el mateix sentit, tot i que pugui semblar que determinats préstecs participatius estan fora de mercat pel seu tipus d'interès elevat, cal tenir en compte que aquest préstec és, per la seva mateixa naturalesa, un instrument molt arriscat. Per tant, la rendibilitat ha de ser, necessàriament, coincident amb el risc de cada préstec concret. Per això, determinades operacions queden fora del mercat dels préstecs ordinaris, però no pas dels préstecs participatius, ja que tots dos mercats no són comparables pel grau diferent de risc que incorpora cadascun d'aquests dos tipus de préstecs.

A continuació mostrarem les condicions particulars dels préstecs participatius concedits per les societats de capital risc. Amb l'exposició següent, queda patent la

⁹¹ Vegeu l'article 55 del Reial decret legislatiu 4/2004, de 5 de març, pel qual s'aprova el Text refós de la Llei de l'impost sobre societats.

diversitat de criteris utilitzats per aquestes entitats en la determinació de l'interès participatiu, com també la flexibilitat i la capacitat d'adaptació del préstec.

La selecció de les societats de capital risc que componen l'anàlisi següent l'hem basada, precisament, en la configuració personal de l'interès participatiu. Òbviament, no hi apareixen totes les entitats concedents i, sense menyscabament de les que no s'inclouen en aquest estudi, ens hem limitat a mostrar una petita selecció de les que considerem més representatives.

• Capital de Riesgo de la Comunidad de Madrid, SA, SCR.

Aquesta societat està especialitzada en fases empresarials inicials, com ara la de llavor o la d'arrencada,⁹² i en fases d'expansió. La concessió del préstec participatiu es realitza sempre acompanyada de participació en capital, amb un límit de 3 milions d'euros en la inversió total. Atès que el termini màxim de permanència en la petita i mitjana empresa està establert, generalment, en cinc anys, aquest és precisament el venciment màxim del préstec participatiu que acompanya la inversió en capital. A més a més, és possible la incorporació d'una carència màxima de tres anys, sobretot, en les participacions en fases empresarials inicials.

Quant a la remuneració del préstec, aquesta societat estableix un tipus d'interès mínim de l'EURIBOR més un diferencial que es mou entre el 2 i el 5 %, depenent del risc de l'empresa finançada.

Per determinar l'interès participatiu, prenen com a referència la xifra de negoci de la societat participada, de manera que el tipus d'interès participatiu consisteix en un percentatge, personalitzat per a cada cas, que fixen d'acord amb el volum de facturació estimat de l'empresa. És a dir, si el volum de facturació és elevat, es fixa un tipus d'interès reduït i si, en canvi, la seva facturació és reduïda, el tipus d'interès s'eleva per adequar la remuneració participativa a un interval determinat de rendibilitat esperada. D'aquesta manera, l'interès participatiu es calcula aplicant el tipus d'interès a la xifra de negoci. En qualsevol cas, l'interès del préstec està subjecte a un límit de vendes.

En definitiva, aquesta societat realitza, com qualsevol societat arriscada, una combinació de totes les variables financeres per adaptar la devolució del préstec i la seva remuneració a la situació econòmica esperada de cada prestatària, i si prenen com a referència la xifra de vendes és perquè entenen que aquest és el paràmetre que realment representa l'evolució de l'empresa. A més a més, opinen que el benefici està contaminat per altres partides, com ara les amortitzacions i els resultats extraordinaris, que desvirtuen la veritable situació econòmica empresarial.

Una particularitat d'aquesta societat de capital risc és la possibilitat d'aportar préstecs participatius convertibles, de manera que, si l'empresa evoluciona positivament, el préstec es permuta en capital social. Si, en canvi, l'evolució no és l'esperada, el préstec es manté com a tal i, d'aquesta manera, la societat de capital risc s'assegura la recuperació, com a mínim, d'una part de la seva inversió.⁹³

• Espiga Capital Gestión, SGEGR, SA.

Aquesta societat també acompanya sempre el préstec participatiu d'una aportació de capital, amb un termini de venciment que oscil·la entre els tres i els sis anys. Quan les expectatives a curt termini i el pressupost de tresoreria de l'empresa finançada ho fan recomanable, incorporen un període de carència d'un any per alleujar la seva liquiditat. Quant a la fase empresarial, no solen finançar fases inicials i estan especialitzades, sobretot, en capital expansió, substitució i altres operacions tipus MBO, MBI i OBO.⁹⁴

Pel que fa a la remuneració, apliquen un tipus mínim compost per l'EURIBOR més un diferencial flexible i adaptat a les possibilitats de l'empresa. Quant a l'interès participatiu, l'estableixen en un interval que oscil·la entre el 6 %, per a empreses de baix risc, i el 14 %, per a empreses d'alt risc, que s'aplica sobre el capital pendent i amb el límit dels beneficis de la prestatària. D'aquesta manera, la remuneració no més pot negativitzar el benefici i provocar l'entrada en pèrdues.

⁹²En termes anglosaxons, *seed o start-up*.

⁹³Amb les NIIF/NIC, el deute convertible es considera fons propi i, per tant, es comptabilitza i es computa amb caràcter general com a tal des que entri en el passiu del balanç de l'empresa prestatària.

⁹⁴MBO són les sigles de *management buy out*; MBI, de *management buy in*; i OBO, d'*owner's buy out*. Aquests tres conceptes no tenen traducció al català, però es refereixen a compres palanquejades en les quals intervé una societat de capital risc. En les MBO, la compra de l'empresa la realitzen els mateixos directius; en les MBI, la compra la fan externs a l'empresa, i en una OBO, algun accionista o grup de propietaris de l'empresa, amb funcions executives, adquireix una participació més gran de la que posseeix.

Cal tenir en compte que l'interès participatiu no participa estrictament en l'activitat de la prestatària, ja que realment és un tipus d'interès fix, és a dir, establert sobre un percentatge fix o invariable. Per tant, aquest préstec remunerat així no podria considerar-se participatiu si no fos perquè l'interès no pot sobrepassar els beneficis de la societat finançada. En definitiva, el que converteix aquest préstec en participatiu és precisament el límit dels beneficis i, tot i que d'una manera indirecta, s'aconsegueix introduir la indispensable variable empresarial en la retribució del préstec.

Malgrat que en certa manera pugui semblar dubtosa, aquesta forma de vincular l'interès a l'activitat empresarial és acceptada legalment com a participativa, per raó de la redacció inconcreta de l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, cosa que permet una gamma il·limitada de criteris per determinar l'interès participatiu del préstec.

D'altra banda, aquest mètode s'utilitza molt en els préstecs participatius entre empreses d'un mateix grup, perquè permet establir tipus d'interès veritablement elevats sense esgotar els beneficis de la prestatària. Per exemple, l'interès d'un préstec participatiu entre empreses del grup Jazztel, destinat a la conversió dels deutes existents entre totes dues, es va signar amb un tipus d'interès mínim del 6,5 % i un tipus d'interès participatiu del 5 % subjecte a l'existència de benefici i amb el límit de fins on arribés, sense convertir-lo en negatiu.

• **Going Investment Gestión, SGEGR, SA.**

Aquesta societat, especialitzada en fases d'arrencada i desenvolupament, planteja alguns dels seus préstecs participatius com un finançament d'entresòl⁹⁵ en el paquet global de l'aportació, per la qual cosa els instrumenten en forma de préstecs convertibles. La convertibilitat se sol realitzar en un termini inferior a dos anys des de la concessió.

Ateses les condicions especials d'aquests préstecs, no imposen tipus mínim, i el tipus participatiu s'estableix al voltant del 10 % del capital prestat, sempre que la xifra de negoci superi el doble del resultat de l'exercici anterior.

Novament ens trobem davant d'interessos participatius que realment són tipus fixos i, per configurar aquests préstecs com a participatius, la vinculació a l'activitat de la prestatària s'estipula en forma de límit a l'interès.

• **Iniciativas Económicas de Almería, SCR, SA.**

Aquesta societat de capital mixt té el seu àmbit d'actuació limitat a la província d'Almeria, segons els seus estatuts. No obstant aquesta limitació, hem considerat interessant mostrar les condicions financeres especials dels seus préstecs participatius.

La durada del préstec pot arribar als set anys, amb períodes de carència de principal de fins a tres anys.

El tipus d'interès mínim fa referència a l'EURIBOR o al MIBOR, amb un diferencial que oscil·la entre el 0 i el 2 %.

Quant a la determinació i la liquidació dels interessos participatius, precisament és en aquests aspectes on rau la particularitat dels préstecs d'aquesta SCR, ja que la liquidació es fa al venciment del préstec. És a dir, durant cada exercici només s'abonen interessos mínims, i el pagament dels interessos participatius es reserva per al final de la seva vigència.

El mètode que utilitza aquesta societat per calcular el tipus participatiu és el següent: si en el moment del venciment del préstec els beneficis abans d'impostos acumulats durant la seva vigència, sense compensar les pèrdues generades abans de la seva formalització, són més grans de 120.202 euros, el tipus participatiu s'estableix en l'1 % i s'aplica sobre el principal del préstec. Si els mateixos beneficis són més grans de 240.404 euros, el tipus d'interès participatiu es correspon amb el 2 %. Per a beneficis superiors als 360.607 euros, el tipus participatiu és del 3%,

⁹⁵En termes anglosaxons, *mezzanine financing*.

i si el benefici sobrepassa els 480.809 euros, s'aplica un tipus participatiu del 4 %. Finalment, per a beneficis superiors als 601.012 euros, el tipus participatiu que cal aplicar sobre el principal és del 5 %, i aquest és precisament el límit impositat al tipus d'interès participatiu com a mecanisme de contenció en la remuneració del préstec.

Cal tenir en compte que la determinació d'aquest tram de l'interès es realitza en el moment del venciment del préstec, a partir de la suma dels beneficis abans d'impostos generats durant el seu termini de vigència i, per tant, els interessos participatius que es meriten en cada exercici no es capitalitzen per generar més interessos, cosa que permet abaratir substancialment el cost del préstec.

Quant a l'aportació de garanties, aquesta SCR les sol exigir en les seves operacions, ja sigui en forma d'aval solidari dels socis o com a garantia personal fonamentada en tots els elements patrimonials de la prestatària.

• Inverpyme SCR, SA.

L'element diferenciador d'aquesta entitat consisteix a ser l'única, entre totes les SCR consultades, que en determinades operacions concedeix préstecs participatius purs, és a dir, sense acompanyar-los d'aportació en capital social. Aquesta societat, que no sol finançar etapes empresarials inicials, ofereix la possibilitat d'aportar préstecs participatius convertibles quan les expectatives de les prestatàries els requereixin.

Quant a la remuneració dels seus préstecs, Inverpyme estipula un tipus d'interès mínim anual que sol situar en el 10 %, pagable semestralment. El tipus d'interès participatiu es referencia al benefici i es calcula mitjançant la mateixa fórmula dissenyada per LUZARO, és a dir, benefici abans d'impostos més interessos mínims del préstec participatiu, sobre fons propis mitjans més saldo mitjà pendent del préstec participatiu.

Després d'haver calculat l'interès total, es cobra anualment el diferencial d'interès depenent del benefici de la prestatària. No obstant això, en determinades operacions, Inverpyme vincula la remuneració del préstec a la xifra de vendes. D'aquesta manera, personalitza el préstec a cada empresa i a cada projecte concret.

Atès que Inverpyme busca una rendibilitat similar a la dels fons propis, no sol establir en el contracte un límit a l'interès del préstec. Tanmateix, en els exercicis en els quals la prestatària registri resultats excel·lents i aconsegueixi rendibilitats financeres excepcionals, Inverpyme accepta negociar la rebaixa del tipus d'interès.

Cal tenir present que Inverpyme concedeix préstecs purs i no actua necessàriament d'accionista. Tanmateix, el termini dilatat del préstec i la seva vinculació a variables empresarials provoquen que aquest prestador acompanyi les pimes en el seu creixement i comparteixi els seus mateixos interessos quant a la protecció de la capacitat per generar resultats.

Per finalitzar la descripció dels préstecs d'Inverpyme, cal destacar que aquesta entitat no exigeix garanties.

Després de l'exposició dels diferents préstecs participatius concedits per les societats de capital risc, es pot observar l'ampli ventall de criteris aplicats, fruit de la creativitat personal de cada prestador. Si les condicions financeres del préstec participatiu es poden fonamentar en aquesta multiplicitat de criteris, és a causa de la inconcreció legal relativa a l'elecció de la variable empresarial a què s'ha de vincular la remuneració del préstec, i a la inexistència d'una definició normativa quant a la forma de determinar la participació en la prestatària. Amb tot això, el legislador ha aconseguit dotar amb una flexibilitat completa el préstec participatiu, amb la finalitat d'adaptar-lo personalitzadament a cada prestador, a cada prestatari i a cada operació concreta.

5.4

El préstec participatiu a Catalunya

Durant els darrers dos anys, els avantatges que comporta l'ús del préstec participatiu per al finançament de les pimes ha motivat que diverses entitats financeres a Catalunya l'hagin adoptat. En alguns casos, fins i tot, s'ha donat un nou enfocament a aquesta eina i se n'ha ampliat l'ús a empreses en fase inicial, tot aprofitant les seves condicions de retorn i de característiques del tipus d'interès aplicable, favorables especialment a les necessitats d'aquest tipus d'empreses.

En aquest període són tres les entitats catalanes que han incorporat el préstec participatiu dins de la seva cartera de productes:

1. CIDEM, a través de la línia de capital concepte, gestionada per Invertec
2. ICF, directament, i a través d'ICF Holding, mitjançant la creació d'una línia de préstecs participatius
3. Caixa de Pensions de Barcelona, a través de la Gestora de Finances per a Emprenedors

5.4.1 CIDEM (Centre d'Innovació i Desenvolupament Empresarial)

El CIDEM és l'organisme del Departament de Treball i Indústria de la Generalitat de Catalunya que té com a missió impulsar el teixit empresarial català i potenciar la seva competitivitat davant dels diferents reptes als quals ha de fer front.

El CIDEM dissenya i executa les actuacions emmarcades dins de la política industrial del Govern de la Generalitat. Els eixos clau d'aquesta política industrial són:

- El foment de la innovació
- La transferència tecnològica
- El desenvolupament empresarial
- La localització industrial

El CIDEM va crear l'any 2001 la línia de capital concepte, amb l'objectiu de finançar noves empreses de base tecnològica. Per aconseguir la captació de projectes i crear les condicions d'entorn adequades per a la seva sostenibilitat, es va crear la Xarxa de Trampolins Tecnològics, amb la col·laboració de les principals universitats i escoles de negoci catalanes. El trampolí és un centre d'atenció a l'emprenedor tecnològic que, d'una banda, té l'objectiu de captar noves *spin off* tecnològiques procedents de l'entorn universitari i, de l'altra, una funció de suport i acompanyament d'aquests projectes en les seves primeres fases de vida. Des de la seva creació, els trampolins han anat completant la seva cartera de serveis i han participat directament en la creació de 71⁹⁶ d'empreses de base tecnològica. Actualment, la Xarxa de Trampolins està formada per:

- Universitat de Barcelona
- Universitat de Girona
- La Salle
- IESE
- ESADE
- Universitat Autònoma de Barcelona
- Universitat Politècnica de Catalunya

El capital concepte és una línia de suport econòmic que concedeix el CIDEM a empreses de base tecnològica en els seus dos primers anys de vida. La participació directa de l'Administració pública en el finançament d'aquestes empreses es deu a l'escassa presència d'oferta financera, per raó dels riscos associats a aquest tipus d'operacions: necessitats intensives d'inversió en capital, risc tecnològic elevat, equips incomplets, etc. Amb aquest suport, es pretén que l'empresa pugui fer front a les seves primeres necessitats financeres, com ara les patents que han de protegir el producte, la incorporació de personal i les inversions en R+D (prototips,

⁹⁶Catorze empreses d'enginyeria i producte industrial; 39 de programari, i disset de biotecnologia i altres sectors.

La creació d'aquestes 71 empreses ha significat la contractació de 426 persones, de les quals 65 són doctors, i 218, llicenciats. Actualment treballen en aquestes companyies 675 persones.

betes, etc.). Amb aquests productes, el CIDEM incentiva la transferència tecnològica des de la universitat al mercat, però específicament a través de la creació d'empresa, amb la qual cosa també motiva la intervenció de capital privat en el finançament d'aquests projectes. Els inversors privats (en molts casos procedents de les xarxes d'inversors creades pel CIDEM) i els fons de capital risc han acabat per invertir en molts dels projectes que rebien el finançament d'aquesta línia del CIDEM, a causa del fet el CIDEM assumia el risc inicial, a mesura que els projectes necessitaven noves rondes de finançament immediates (que assumien amb una valoració superior i amb un pla d'empresa consistent).

Malgrat que l'objectiu principal no ha variat, durant aquests quatre anys s'han utilitzat diversos instruments per articular la línia de capital concepte, fruit de l'evolució del mercat, tot cercant una efectivitat i una flexibilitat més grans dels recursos públics.

En un primer moment, i fins al 2003, la línia de capital concepte s'oferia a través d'una línia d'ajuts a fons perdut. El projecte, amb el suport dels trampolins, havia de preparar un pla d'empresa que incloïa un pressupost finançable. Tota aquesta informació era avaluada pel CIDEM, que parava atenció especialment a les característiques de l'equip i la base tecnològica del projecte. Un cop avaluat es decidia el tant per cent de suport econòmic al projecte, respecte al pressupost presentat, i fins a un màxim de 100.000 euros. El suport econòmic s'executava a través de la presentació de les factures corresponents, dins del període del pressupost presentat. L'articulació del capital concepte en forma d'ajut a fons perdut era fàcil de comercialitzar, gràcies a l'atractiu que representava per als emprenedors. D'altra banda, era feixuc a causa de la seva operativa i no potenciava l'empresa, en no reforçar el seu pulmó financer i, fins i tot, en gravar-la fiscalment. A més a més, l'ajut a fons perdut no permet la recuperació de recursos per part de l'Administració ni implica un grau de compromís adequat per part de les empreses beneficiades.

Aquest instrument va ser substituït el 2003 pel finançament a través d'un compte participi. Aquesta figura permetia la comptabilització dels recursos al passiu de la companyia, amb la qual cosa es corregia un dels defectes del plantejament anterior. El compte participi es podria definir com un dret a beneficis futurs de l'empresa a canvi d'una inversió, però sense drets polítics a la companyia ni intercanvis accionaris. Tot i això, aquesta figura exigia una valoració de l'empresa, ja que al cap d'un any sí que era possible la seva conversió a capital. La titularitat de les participacions corresponia als mateixos trampolins tecnològics.

La modificació de la línia de capital concepte, sota aquestes característiques, permet un salt qualitatiu important, ja que implica efectivament les universitats en la creació de les empreses de base tecnològica originades en el seu entorn, a través de la seva entrada accionarial, i exigeix una implicació i una professionalització més grans de les empreses beneficiades. El desavantatge del compte participi, com a instrument de finançament, es deu principalment a la seva complexitat contractual elevada, que, a més a més, comporta la necessitat d'entrar a negociar la valoració de l'empresa i, per tant, que les parts estiguin prèviament d'acord en el repartiment dels diferents paquets accionaris abans de poder gaudir del suport.

A principis del 2005, se substitueix l'instrument anterior per una línia de préstecs participatius, cercant principalment una simplificació del procés contractual i d'anàlisi de les empreses presentades, amb l'objectiu de reduir els temps de concessió del suport econòmic, uns temps que tenen un efecte molt important en les empreses de nova creació, les quals, sense una entrada inicial esperada de recursos, han de parar atenció especialment a la manera com evoluciona la seva caixa, ja que qualsevol biaix en les expectatives d'ingressos i despeses pot significar la desaparició de la companyia.

• Préstecs participatius del CIDEM

Les empreses beneficiàries del préstec participatiu que ofereix el CIDEM a través de la línia de capital concepte han de ser petites empreses de menys de dos anys de vida i han de tenir la seva operativa i legal a Catalunya. En cas que l'empresa estigui participada per altres empreses, la suma de les participacions d'aquestes empreses ha de ser inferior al 30 % o al 25 %, si entre les participants hi ha una o

més grans empreses (no pimes). En tot cas, no es computen per a aquests percentatges les participacions en propietat de les persones jurídiques següents:

- Instruments de les universitats o el trampolí tecnològic per participar en el capital d'aquestes empreses.
- Entitats de capital risc.
- Altres instruments d'inversió temporal utilitzats habitualment per inversors privats (s'ha d'acreditar), tot i que el límit màxim és el 40 % a través d'aquests instruments.

Finalment, els socis emprenedors han de tenir, com a mínim, el 30 % de la participació total.

Cal destacar que la línia de capital concepte s'adreça a empreses de base tecnològica, de qualsevol sector d'activitat. S'entén per *empresa de base tecnològica* aquella que desenvolupa un producte innovador, basat en un desenvolupament o una millora tecnològica única i propietària.

El prestatari d'aquesta línia és Invertec. Invertec és un fons de capital risc creat pel CIDEM l'any 2002, amb l'objectiu d'invertir en empreses de base tecnològica a través de la inversió directa, la presa de participacions i la concessió de préstecs participatius.⁹⁷

La sol·licitud i la concessió del préstec participatiu és un procés que es pot dividir en les fases següents:

1. Presentació de la sol·licitud: l'empresa ha de redactar, amb el suport del trampolí tecnològic, la sol·licitud, que consisteix en un pla de negoci, un model financer, un informe tecnològic i una proposta de col·laboració entre aquesta empresa i el trampolí tecnològic. Aquesta proposta pot contenir diferents possibilitats segons cada trampolí o empresa: el cobrament dels serveis que presta el trampolí, el percentatge de participació d'aquest trampolí a l'empresa, els *royalties*, els projectes de desenvolupament conjunts, la contractació de personal, els equips i l'espai de les universitats, etc.
2. Comitè d'inversió: s'hi tracta l'anàlisi de la viabilitat del projecte. Els socis emprenedors han de realitzar una presentació a un comitè format per experts independents, membres del CIDEM i gestors del fons de capital risc (la presència d'aquests gestors té caràcter rotatori), sobre els aspectes més rellevants del pla de negoci, i respondre a les preguntes que els membres de la comissió puguin formular. A partir d'aquesta valoració, i de l'anàlisi de la sol·licitud, es decideix sobre l'aprovació o la denegació del préstec, l'import total concedit, la coinversió necessària per part dels emprenedors i les fites necessàries perquè l'empresa rebi la segona meitat del préstec.
3. Formalització i seguiment del préstec: en aquesta fase es formalitza el contracte, entre les diferents parts implicades, davant de notari, i es realitza la primera part de la disposició del préstec. L'empresa ha de presentar l'auditoria del darrer exercici tancat abans del 15 de setembre juntament amb el balanç i el compte de resultats. També ha d'informar d'aspectes, situacions o canvis rellevants que afectin l'evolució del negoci. L'accés al segon tram del préstec es produeix quan l'empresa justifica les inversions realitzades fins aquell moment, ha realitzat el 100 % de l'ampliació de capital pactada com a condició, ha tancat l'acord de col·laboració amb el trampolí i, finalment, ha presentat correctament la informació reclamada per Invertec.

El temps transcorregut entre la presentació de la sol·licitud i el lliurament del principal ha de ser inferior als dos mesos. La durada del procés de preparació de la sol·licitud depèn de l'estat de la companyia quan entra en contacte amb el trampolí, ja que és necessària una tasca inicial per tal d'aconseguir els factors d'èxit necessaris per a l'empresa (pla d'empresa, protecció de la tecnologia, identificació de l'equip i de les aliances necessàries, identificació de les necessitats financeres, etc.).

⁹⁷Invertec és el vehicle del CIDEM per a la concessió dels préstecs participatius. D'aquesta manera, Invertec passa a tenir dues funcions: actuar com a fons de capital risc tecnològic clàssic i la concessió de préstecs participatius de la línia de capital concepte del CIDEM, per a empreses en etapes de vida encara més inicial. Invertec també gestiona les diferents fases de la línia, com s'exposa en el mateix epígraf.

Les característiques financeres del préstec participatiu del CIDEM són les que es mostren en el Quadre 15.

La part variable de l'interès equival a un tipus nominal anual calculat basant-se en el percentatge que representi el resultat de l'exercici abans d'impostos sobre els fons propis mitjans, tot aplicant la fórmula següent:

$$T_T = \frac{\text{BAT} + \text{Interessos préstec participatiu}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} - 100$$

On:

T_T :	Tipus d'interès total nominal de cada exercici
BAT:	Benefici abans d'impostos
Interessos del préstec:	Interessos mínims o fixos pagats durant l'exercici amb la periodicitat pactada
FP mitjans:	Mitjana aritmètica dels fons propis de l'exercici
Saldo mitjà del préstec:	Mitjana ponderada segons el temps de permanència del capital viu al llarg de l'exercici

La fórmula aplicada apropa el CIDEM a la figura de l'accionista de l'empresa i comparteix amb ell la rendibilitat, ja que considera el préstec participatiu concedit com a fons propis de l'empresa.

Un cop determinat aquest percentatge, es resten els punts percentuals resultants de la part fixa, i la diferència resultant constitueix el tipus nominal anual al qual s'efectua la liquidació de la part variable dels interessos exigibles. En el supòsit que el percentatge resultant sigui negatiu, es considera com a tipus zero. El tipus d'interès variable resultant d'aquest càlcul no pot sobrepassar mai un tipus superior al 5 %. No es meriten en cap cas interessos variables durant el primer any de vigència d'aquest préstec. Aquest interès, les característiques pròpies —per si mateixes ja avantatjoses— d'aquest tipus d'instrument i el període elevat de carència fan del préstec participatiu del CIDEM una eina molt adequada per al finançament de noves empreses.

Per acabar aquest resum, cal indicar que la concessió del préstec per part del CIDEM va acompanyat d'algunes condicions dissenyades amb l'objectiu d'assegurar la viabilitat de l'empresa i el compromís per part de l'equip directiu. La més important és l'obligació per part dels emprenedors de coinvertir una quantia que ha de determinar el CIDEM i que pot variar entre els 30.000 i els 60.000 euros, encara que pot ser superior segons la tipologia del projecte. Aquesta coinversió es reclama en forma d'ampliació de capital, per tal de reforçar la posició financera de l'empresa, i s'ha de desemborsar en la proporció en què es lliurin els dos trams del principal del préstec. La comissió pot reclamar altres condicions necessàries per a la dotació del préstec, com ara la contractació de personal clau, la incorporació de certes estratègies, comercials o tecnològiques, al pla de negoci, la incorporació d'altres inversors, etc., amb l'objectiu d'assegurar l'èxit de la iniciativa.

Tot i el canvi de model, el capital concepte continua consolidant-se com una eina financera de referència al mercat. Els criteris d'inversió continuen essent molt arriscats, i en la majoria dels casos es converteixen en la primera inversió externa d'aquestes empreses, fins i tot abans de línies públiques adreçades a la start up, com ara el crèdit NEOTEC. Les condicions favorables per a l'empresa, com també el suport tècnic a la maduració del projecte, han demostrat ser pols d'atracció de nous inversors privats, amb el resultat final que la major part dels projectes aprovats han incorporat un inversor privat o un fons de capital risc al seu accionariat durant els dos anys següents.⁹⁸ Igualment, les condicions ofertes al CIDEM permeten una negociació més avantatjosa per part d'aquests projectes, enfront d'aquests actors.

Durant el 2005 s'han aprovat a través d'aquesta línia catorze projectes amb un total d'inversió d'1.400.000 euros.

25 empreses van rebre un crèdit NEOTEC, per un import de 8,6 milions d'euros; 24 empreses han rebut una inversió per part d'un inversor privat per valor de 6,1 milions d'euros; deu empreses han estat beneficiàries d'un préstec ENISA per valor de 3,3 milions d'euros, i deu empreses han rebut inversions per part de capital risc per un import total de 6,6 milions d'euros. Informe de projectes de capital concepte, juliol del 2005, CIDEM.

Quadre 15 Característiques financeres del préstec participatiu del CIDEM

Titular	Petites empreses amb data de constitució inferior a dos anys anteriors al moment en què es fa la primera sol·licitud del préstec	Liquidacions	S'han de fer cada 31 d'octubre
Import	Com a màxim 100.000 euros	Interès fix	EURIBOR + 0,25. L'EURIBOR a un any el 31 d'octubre de l'any N és el tipus d'interès de referència que s'aplica al principal del préstec durant els dotze mesos següents fins que es publiqui la nova dada d'EURIBOR el 31 d'octubre de l'any N+1
Terminis	Entre tres i quatre anys de carència + quatre anys de retorn en quotes creixents de capital	Interès variable	Resultat abans d'impostos entre els fons propis mitjans (rendibilitat), ambdós valors referits a l'exercici anterior, disminuït pel valor del tram fix de l'interès. El límit d'aquest tram és del 5 %. El primer any del crèdit no s'apliquen.
Carència	Com a mínim, tres anys complets	Interès de demora	10 % anual sobre les quantitats impagades
Amortització	Sempre el 31 d'octubre de cada any. El capital s'amortitza en quatre anys consecutius després del període de carència, i les quotes d'amortitzacions són creixents i tenen l'estructura següent, que cal aplicar sobre l'import total concedit: 15 %, 20 %, 30 % i 35 %	Comissió d'obertura i comissió d'amortització anticipada	Sense comissions d'obertura ni d'amortització anticipada, i sense clàusules de conversió en capital
Amortització anticipada	Es permeten amortitzacions anticipades parcials, però s'han de fer el 31 d'octubre	Formalització	Signatura del contracte davant de notari
Garanties	Sense garanties ni avals	Exigibilitat	Subordinada

5.4.2 Institut Català de Finances (ICF)

És una entitat de capital públic, adscrita al Departament d'Economia i Finances de la Generalitat de Catalunya, a través de la Secretaria de Promoció Econòmica. Té com a missió facilitar finançament als sectors privat i públic de l'economia catalana i té personalitat jurídica, patrimoni i tresoreria propis.

Els objectius generals d'actuació són el sosteniment i la promoció d'activitats que contribueixin al creixement econòmic i a la millora de la distribució de la riquesa catalana.

Les funcions principals de l'ICF són:

- Institució d'inversió pública: finançament a mitjà i llarg termini d'inversions en actius fixos materials i immaterials amb una atenció especial a la petita i mitjana empresa, en el finançament d'inversions en infraestructures i altres equipaments d'entitats públiques i en la promoció de fons de capital risc (ICF Holding, SAU).
- Agència financera de la Generalitat: finança, per indicació expressa del Govern, els afectats per situacions de crisi econòmiques, catàstrofes naturals i altres supòsits semblants. Així mateix, i mitjançant convenis amb entitats privades i/o públiques, dona suport financer als sectors econòmics considerats d'interès prioritari pel Govern.

• Préstecs participatius de l'ICF

La nova línia de préstecs participatius creada per l'ICF s'emmarca dins de l'Acord estratègic per a la internacionalització, la qualitat de l'ocupació i la competitivitat de l'economia catalana, signat el proppassat 16 de febrer de 2005 pel Govern de la Generalitat i les organitzacions sindicals i empresarials.

Aquest acord preveu, en l'apartat de finançament empresarial, com a mesura específica (núm. 49),⁹⁹ el desenvolupament de la figura dels préstecs participatius, mitjançant l'ICF Holding, en col·laboració amb el CIDEM i el COPCA. Aquesta nova línia de finançament disposa d'una doble via de gestió, directament des de l'ICF o bé indirectament a través d'entitats financeres, des d'ICF Holding.

⁹⁹ Ateses les característiques de les empreses catalanes (predomini de pimes de caràcter familiar), es considera important el desenvolupament de la figura dels préstecs participatius, per a la qual cosa es proposa:
 – Implantar durant l'any 2005 la concessió de préstecs participatius, tot aprofitant instruments ja existents (Institut Català de Finances Holding) i en col·laboració i coordinació amb els organismes «prescriptors» de la mateixa administració (ICF, CIDEM, COPCA).
 – Promoure acords entre el Govern i la Direcció General de Pimes del Ministeri d'Indústria, Turisme i Comerç per tal de millorar la col·laboració actual amb ens com ara ENISA (acompanyament d'empreses en la sol·licitud de préstecs participatius), per tal d'optimitzar l'accés a aquest finançament per part de les empreses catalanes. Acord estratègic per a la internacionalització, la qualitat de l'ocupació i la competitivitat de l'economia catalana.

La línia té com a objectiu el finançament a llarg termini dels projectes de creixement de les pimes catalanes. Per al període 2005-2007, es preveu la dotació d'una línia de 65.000.000 euros per a la concessió de préstecs participatius.

La creació d'aquesta línia és una iniciativa pública adreçada inicialment a diferents sectors d'activitat, considerats clau en el desenvolupament del teixit empresarial català, com són l'aerospacial, l'agroalimentari, el biotecnològic, l'automoció, les arts gràfiques, el sector del moble, la logística, la indústria química i la indústria farmacèutica. Queden expressament exceptuades les empreses immobiliàries o de serveis financers. L'empresa ha de tenir la seu operativa a Catalunya.

Cal destacar que la línia indirecta de préstecs, de mediació a través de les entitats financeres, té com a objectiu principal la captació i la mobilització de recursos privats. D'aquesta manera, la identificació i l'anàlisi de les operacions corresponen directament a les entitats financeres que participin en aquest programa. L'ICF Holding ratifica la viabilitat del projecte, i podria coinvertir fins a un màxim del 50 % de l'import total de la inversió (sempre en forma de préstec participatiu).

Les característiques financeres del préstec participatiu ofert a través de l'ICF són les que es mostren al Quadre 16.

Quadre 16

Característiques financeres del préstec participatiu de l'ICF

Titular	Pimes	Liquidacions	Trimestrals
Import	Com a mínim imports	Interès fix	Euribor + 2 %, amb un mínim del 4 % en tots els casos
Terminis	Entre 4 i 10 anys	Interès variable	Segons paràmetres negociables en cada cas, depenent del pla de negoci
Carència	Depenent del projecte	Comissió d'obertura i comissió d'amortització anticipada	Comissió d'obertura: 0,25 % Comissió d'estudi: 0,25 % Comissió d'amortització anticipada: 2 %
Amortització	Lineal	Formalització	Signatura del contracte davant de notari
Amortització anticipada	El préstec és amortitzable anticipadament per la totalitat de l'import	Exigibilitat	Subordinada
Garanties	Se'n poden reclamar		

El tipus d'interès variable s'aplica anualment segons criteris com ara el compliment del pla de negoci consensuat entre les dues parts i, principalment, segons el benefici de la companyia, corregit amb el coeficient de principal del crèdit pendent. El resultat final ha de ser comparable a la rendibilitat per l'accionista. Així mateix, la negociació inicial de la forquilla de tipus d'interès variable es fa segons l'etapa de vida en què es trobi l'empresa i la seva dimensió empresarial.

L'anàlisi de l'empresa per part de l'ICF o de les entitats financeres intermèdies es basa en el pla de negoci, amb una atenció especial a les característiques de l'equip directiu i la seva experiència empresarial prèvia. Es reclama a la societat que disposi dels estats financers auditats per sol·licitar el crèdit.

L'ICF ha dissenyat aquests crèdits per invertir en projectes empresarials amb altes perspectives de creixement, amb un èmfasi especial en projectes de concentració empresarial per augmentar la dimensió de les pimes catalanes.

És important recordar que la mateixa entitat també ofereix altres línies de productes interessants per a pimes, com ara avals, directament o a través d'Avalls, i els préstecs a llarg termini, que, malgrat que tenen característiques diferents dels préstecs participatius, s'ofereixen a preus de mercat financer però en períodes d'amortització molt llargs, que poden arribar fins als quinze anys.

5.4.3 Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona

És la principal caixa d'estalvis a l'Estat. Des de l'any 2004 ha iniciat un extens programa que depèn d'Obra Social, destinat al foment de la cultura emprendedora des de la iniciativa privada, oferint serveis als principals actors implicats en aquest entorn: emprendedors, universitats, etc. Aquesta iniciativa —notable per provenir d'un sector que fins al moment havia prestat poc interès per l'emprenedoria— es basa en dues línies d'actuació que abasten tot el territori espanyol:

- Creació del portal Emprendedor XXI: es tracta d'un punt de trobada virtual entre els diferents agents implicats en el mercat de l'emprenedoria. Ofereix eines i serveis, com ara informació per a la creació d'empreses, formació, fòrums d'emprenedors, elaboració de plans d'empresa i intercanvi d'informació, i s'adreça a emprendedors, universitats, escoles de negoci i inversors. Actualment s'han adherit al projecte més de 50 entitats diferents de tot l'Estat espanyol.
- Llançament de línies específiques de finançament per a emprendedors:
 - Microcrèdits per a emprendedors de fins a 30.000 euros sense avals
 - Crèdits amb aval, amb imports a variables
 - Finançament temporal, projectes empresarials en forma de préstecs participatius i acompanyament dels projectes

Per articular la concessió d'aquestes línies de finançament, s'ha creat l'Entitat Gestora de Finances per a Emprenedors, SA.

A través d'aquestes línies de finançament, "la Caixa" pretén donar suport a empreses en una etapa de vida inicial, afectades especialment pel gap de finançament, amb moltes dificultats per accedir a recursos financers.

• El préstec participatiu de "la Caixa"

"la Caixa" ofereix préstecs participatius d'entre 100.000 i 200.000 euros a empreses, amb l'ànim d'oferir un acompanyament a l'emprenedor. Aquesta eina s'utilitza de manera temporal, ja que s'oferixen préstecs d'una durada únicament de dos anys, amb una carència total quant a principal i interessos, que en aquest cas s'acumulen. Passats aquests dos anys, el préstec es cancel·la i es reconverteix en un préstec ordinari a llarg termini (24-30 mesos), o bé en una participació en capital pel valor del principal exigint i la capitalització dels interessos acumulats. En aquest segon cas, continuen regint les mateixes condicions del pacte d'accionistes acordades pel préstec participatiu. La decisió final sobre una opció o altra es pren segons el compliment de les fites pactades al pla de negoci.

Aquest préstec participatiu apareix com una eina creada per cercar la col·laboració amb diferents entitats. D'aquesta manera, pot ser utilitzada com a complement privat a l'emprenedor per facilitar l'accés a fons de finançament públic (capital concepte, Neotec) i com a instrument de coinversió amb agents privats, com ara *business angel* i fons de capital risc. La necessitat de col·laboració és doble, ja que si s'incentiva la presència d'aquests actors es redueixen els costos d'anàlisi i de seguiment de projectes per part de "la Caixa", cosa que els permet entrar en aquest mercat. Recordem que els costos relacionats amb la inversió en fase inicial no són proporcionalment inferiors als d'estudiar operacions més grans, i aquest és un dels principals motius de la participació reduïda dels fons de capital risc en aquest segment. D'aquesta manera, la majoria d'operacions participades durant aquests darrers dos anys han tingut la participació d'inversors privats o institucionals i "la Caixa" ha contribuït a la mobilització del mercat de la inversió privada informal i del capital risc, tal com plantejava inicialment en els seus objectius.

Els mecanismes d'anàlisi de les operacions són similars als d'altres operadors de capital risc en fase inicial. En aquestes etapes de vida dels projectes, és difícil establir criteris fixos d'inversió, quan en la majoria dels casos no hi ha un recorregut de vendes per part de l'empresa, els processos de protecció de la tecnologia no estan acabats i l'equip emprenedor no completa totes les funcions necessàries per al desenvolupament correcte d'una companyia. Davant d'aquesta situació es fa èmfasi no tant en l'estat actual de la companyia sinó en el creixement potencial

d'aquesta companyia en el futur, a partir de l'anàlisi del pla de negoci, i, sobretot, en el potencial de l'equip emprenedor. En aquest sentit, és indispensable el paper de "la Caixa" no tan sols com a finançador, sinó també com a tutelador d'aquestes operacions, a través d'un equip de tècnics que presten aquest servei.

És important destacar també que "la Caixa" passa a compartir els riscos amb l'empresa participada i acompanya l'emprenedor com a soci minoritari en cas de conversió del préstec en capital. Els desemborsaments del préstec es van executant a mesura que l'empresa compleix unes fites negociades per ambdues parts. Les característiques financeres del préstec participatiu es recullen en el quadre 17.

Mitjançant aquesta línia, des del setembre del 2004, "la Caixa" ha finançat catorze projectes empresarials innovadors, la majoria dins dels sectors de medi ambient i energies renovables, aplicacions mòbils, biotecnologia i TIC. "la Caixa" disposa de 10 milions d'euros per a aquesta línia, a través de la Gestora de Finances per a Emprenedors.

Característiques financeres
del préstec participatiu de la
Gestora de Finances per a
Emprenedors de "La Caixa"

Quadre 17

Titular	Empreses innovadores de nova creació per un equip d'emprenedors compromesos amb el projecte	Tipus	Préstec participatiu CONVERTIBLE a capital o préstec a llarg termini als 24-30 mesos
Import	De 100.000-200.000 euros (excepció 60.000-300.000 euros)	Tipus d'interès	Variable, i meritació depenent de beneficis de l'empresa. Només s'exigeix el pagament en cas que els accionistes es distribueixin dividends o en cas de conversió a préstec a llarg termini a final del període
Duració	El préstec participatiu té un venciment als 24-30 mesos i en aquest moment es CONVERTEIX en capital o bé en préstec a llarg termini amb venciment a sis anys	Comissions	No són aplicables
Amortització	Durant la vida del préstec participatiu no s'ha d'amortitzar el préstec	Formalització	Signatura del contracte davant de notari
Drets polítics	Existència d'unes matèries reservades		

6

Anàlisi Financera

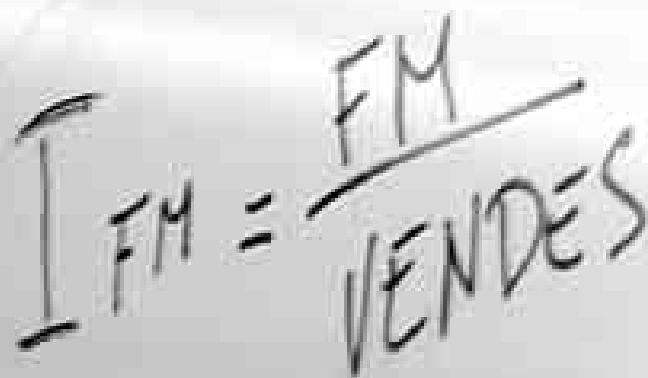
6.1

INTRODUCCIÓ

En aquest capítol farem una anàlisi financera de l'interès participatiu del préstec, atenent les diferents fórmules utilitzades pels membres del mercat. Amb aquest objectiu, partirem de la premissa que relaciona la rendibilitat esperada de qualsevol actiu financer amb el risc que suporta. Per tant, rendibilitat-risc serà la base de l'estudi financer d'aquest instrument.

A més a més, analitzarem el tipus d'interès nominal, la TAE i el cost real del préstec participatiu. Per acabar, abordarem l'impacte d'aquest instrument financer en les variables empresarials més rellevants.

- 6.1 Introducció
- 6.2 Determinació de l'interès participatiu segons els diferents mètodes utilitzats pel mercat
- 6.3 Anàlisi financera del tipus d'interès nominal
- 6.4 Tae i cost real del préstec participatiu
- 6.5 Implicacions del préstec participatiu en les variables empresarials



A hand-drawn diagram on a whiteboard shows a large, faint circle. Inside the circle, the formula $I_{FM} = \frac{FM}{VENDES}$ is written in black marker. A hand holding a silver pen is visible at the bottom right, pointing towards the formula.

$$I_{FM} = \frac{FM}{VENDES}$$

6.2 Determinació de l'interès participatiu segons els diferents mètodes utilitzats pel mercat

Malgrat la permissivitat relativa a l'elecció del paràmetre empresarial de referència per determinar l'interès participatiu, hem constatat que els prestadors participatius que operen actualment en el mercat utilitzen bàsicament dues variables empresarials per calcular aquest interès: el benefici i la xifra de negoci. L'elecció d'una variable o una altra té una repercussió directa en el cost suportat per cada prestador. A continuació, analitzarem les fórmules que utilitzen els prestadors participatius per determinar la remuneració del préstec, classificades segons el criteri seleccionat per vincular l'interès a l'evolució de l'activitat de l'empresa prestatària.

6.2.1 Anàlisi dels mètodes basats en el benefici

La subordinació del préstec provoca que hagi de suportar un risc aproximat al dels fons propis i, per tant, resulta comprensible que el prestador busqui rendibilitats properes a les d'aquests fons per equilibrar el binomi rendibilitat-risc.

En conseqüència, els mètodes de determinació de l'interès participatiu utilitzen, en general, expressions similars a la que permet calcular la rendibilitat dels fons propis,¹⁰⁰ també anomenada *financera o de l'accionista*, amb la fórmula següent:

$$\text{Rendibilitat financera o dels fons propis} = \frac{\text{Resultat net}}{\text{Fons propis}}$$

La primera expressió que analitzarem seguidament coincideix amb la primera fórmula que el mercat va utilitzar als seus inicis. A partir d'aquesta expressió, s'han reformulat variacions dissenyades pels prestadors participatius com a base de càlcul de l'interès:

$$T_T = \frac{\text{BAT} + \text{Interessos préstec participatiu}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} - 100$$

On:

T_T :	Tipus d'interès total nominal de cada exercici
BAT:	Benefici abans d'impostos
Interessos del préstec:	Interessos mínims o fixos pagats durant l'exercici amb la periodicitat pactada
FP mitjans:	Mitjana aritmètica dels fons propis de l'exercici
Saldo mitjà del préstec:	Mitjana ponderada segons el temps de permanència del capital viu al llarg de l'exercici

Amb aquesta expressió, dissenyada i aplicada per LUZARO, EFC, s'obté una rendibilitat similar a la dels fons propis. Tanmateix, introdueix algunes variants amb l'objectiu de combinar la dualitat d'aquest préstec pel que fa a la seva naturalesa de recurs aliè i a la seva proximitat als recursos propis.

D'aquesta manera, podem observar que en el denominador s'afegeix el saldo viu del préstec als fons propis. Lògicament, si el préstec participatiu suporta un risc similar al dels fons propis i, en conseqüència, el prestador participatiu es vol posicionar com a *quasisoci* per obtenir una rendibilitat similar a la dels fons, cal afegir la seva inversió a la dels propietaris, per ser coherent amb la seva posició en la determinació de la seva rendibilitat.

D'altra banda, la fórmula utilitza en el numerador el benefici abans d'impostos en lloc del resultat net o el benefici després d'impostos. Amb això, el prestador participatiu introdueix en la rendibilitat exigida la seva naturalesa de creditor i independitza la seva remuneració de l'efecte impositiu, igual que els interessos meritats en els préstecs ordinaris són independents del tipus de gravamen.

¹⁰⁰Per a alguns autors, ROE, acrònim de *return on equity*.

A més a més, com es pot observar en el numerador, es restueixen en el benefici els interessos mínims del préstec abonats durant l'exercici, per depurar els interessos vençuts del tipus d'interès total, perquè la remuneració del préstec, si s'entén com a fons propi en el denominador, no s'ha de considerar en la determinació de la rendibilitat financera, ja que no s'inclouen els dividends.

D'aquesta manera, s'aconsegueix que el tipus d'interès total del préstec, i no tan sols el tipus d'interès participatiu, depengui del benefici. Després d'haver calculat el tipus total, es determina el tipus participatiu per diferència restant la part mínima o fixa de l'interès.

Tipus d'interès participatiu = tipus d'interès total – tipus d'interès mínim

El tipus d'interès participatiu s'aplica sobre el capital pendent mitjà per determinar el tram participatiu de l'interès. El càlcul d'aquesta part de l'interès es fa anualment, un cop siguin aprovats els comptes anuals de la prestatària. Per tant, l'abonament de l'interès participatiu també és anual, cosa que permet diferir a un any el pagament d'una part de l'interès.

De tot l'anterior es desprèn que la fórmula analitzada conjuga d'una manera impecable el caràcter de *quasisoci* i creditor que manté el prestador participatiu, i permet vincular la rendibilitat del préstec als beneficis de la prestatària d'acord amb el nivell de risc suportat per aquest préstec.

Una altra fórmula utilitzada pel mercat és la dissenyada per SODICAMAN, que es mostra a continuació:

$$\text{Tipus participatiu} = \frac{\text{BAIT}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} \cdot \text{K} \cdot 100$$

Cal recordar que:

BAIT: Benefici abans d'interessos i impostos
K: Coeficient corrector, inferior a la unitat

Cal fer notar que amb aquesta expressió es calcula el tipus participatiu en lloc de l'interès total. El quocient de la fórmula és similar al que fa servir LUZARO i similar al de la rendibilitat dels fons propis. La diferència rau en el benefici que, en aquest cas, és el d'abans d'interessos i impostos. Com es pot observar, el BAIT és més gran que el BAT, atès que el primer inclou totes les despeses financeres de l'empresa. Per tant, el quocient que fa servir el BAIT és més gran que el que integra el BAT, cosa que, en principi, pot provocar un tipus d'interès més gran i, per tant, un cost més elevat per al prestatari.

Tanmateix, la fórmula de SODICAMAN introdueix un coeficient corrector K, inferior a la unitat, que neutralitza l'efecte anterior. En conseqüència, l'interès participatiu calculat amb aquesta fórmula és, finalment, sensiblement inferior al que ofereix el mètode de LUZARO, malgrat que el cost total depèn definitivament dels límits que imputi cada entitat, de manera personalitzada per a cada prestatari, a l'interès del préstec.

Pel que fa a l'operativa per determinar el tipus d'interès total, aquest tipus és igual a la suma del tipus participatiu, calculat mitjançant l'expressió anterior, i el tipus mínim referenciat a l'EURIBOR més un diferencial.

Si fem una anàlisi conjunta de les dues fórmules exposades més amunt, podem observar que totes dues introdueixen el saldo viu mitjà del préstec participatiu en el denominador, cosa que provoca una disminució important en el cost del préstec. Si depurem l'efecte d'aquesta variable, es pot comprovar que el préstec merita un interès participatiu menor durant el període de carència, i no es produeix un

increment del cost fins que no comenci la devolució del préstec, per la disminució del saldo viu contingut en el denominador.

En conseqüència, totes dues fórmules permeten que durant un termini de carència es contingui la remuneració del préstec i deixen temps perquè el projecte finançat maduri i consolidi la seva rendibilitat. Amb això s'aconsegueix sincronitzar el creixement del cost del préstec amb l'increment de la rendibilitat empresarial.

Per concloure l'apartat dels mètodes que utilitzen el benefici com a variable de referència per determinar el tipus d'interès participatiu, presentarem la fórmula utilitzada per ENISA:

$$\text{Tipus d'interès total} = \frac{\text{BAT}}{\text{FP Mitjans}} - 100$$

Com es pot veure, amb aquest mètode s'aconsegueix una rendibilitat del préstec més propera a la financera que la que ofereixen les fórmules anteriors. A més a més, en introduir el benefici abans d'impostos, també combina les posicions de creditor i *quasisoci* del prestador participatiu. El tipus participatiu s'obtindria per diferència entre el tipus total i el mínim.

Pel que fa a l'anàlisi conjunta de les tres fórmules anteriors, cal fer notar que el benefici inclòs en el numerador s'espera creixent i, per tant, el cost del préstec també ho és. Amb això s'aconsegueix que la remuneració del préstec s'adapti a l'evolució de l'empresa i adapti l'esforç financer a la situació econòmica, evitant estrangulacions derivades d'unes despeses per interessos rígids i independents de la capacitat empresarial.

Les tres expressions inclouen en el denominador els fons propis, l'increment dels quals provoca la disminució del resultat de la fórmula i, per tant, de l'interès del préstec. Això afavoreix que la prestatària es mostri disposada a disminuir el dividend —o fins i tot a renunciar-hi— i dediqui el seu benefici a reserves, cosa que en reforça l'autofinançament i el fons de maniobra. D'aquesta manera, els prestadors fomenten una cultura de gestió del capital circulant que permet incrementar el creixement sostenible de les vendes i evita, al mateix temps, les anomenades morts d'èxit.¹⁰¹

Per concloure, aquests tres mètodes de càlcul de l'interès permeten que tota la remuneració del préstec s'aproximi a la rendibilitat financera i, a més a més, amb l'establiment de l'interès mínim, el prestador participatiu s'assegura una rendibilitat mínima, assimilable a un dividend mínim. Així mateix, la inclusió d'un límit a l'interès permet que el prestatari limiti el cost del préstec i assimili la remuneració màxima del préstec a un dividend màxim.

¹⁰¹ Alguns autors anomenen «Triangle de les Bermudes» els comptes corrents de circulant operatiu, és a dir, existències, clients i proveïdors, perquè una de les principals causes de «desaparició» de les empreses es troba, precisament, en una gestió ineficaç del circulant que impliqui un fons de maniobra desajustat.

6.2.2 Anàlisi dels mètodes basats en la xifra de negoci

Algunes entitats utilitzen la xifra de negoci com a variable empresarial de referència i, per calcular el tram participatiu de l'interès, simplement l'igualen a un percentatge de les vendes. És a dir, una part de les vendes es correspon, directament, amb l'interès participatiu. Aquests mètodes no solen aplicar un tipus d'interès fix o mínim, amb la qual cosa la retribució total del préstec coincideix, exactament, amb l'interès participatiu. A més a més, estipulen un límit raonable en forma de percentatge sobre el capital del préstec, per evitar una remuneració usurera en cas d'unes vendes excel·lents.¹⁰²

Aparentment, aquest mètode podria ser criticable des del punt de vista financer, perquè l'interès d'un préstec, inclòs el participatiu, s'ha de calcular aplicant un tipus d'interès al deute pendent durant un temps determinat. Tanmateix, amb aquest criteri, la remuneració del préstec es basa en una simple comissió sobre les vendes.

No obstant això, cal fer notar que el límit s'estableix en un percentatge del capital pendent, que és, generalment, l'interès participatiu, tot i que, òbviament, es tracta d'un tipus d'interès fix o invariable, i independent de l'activitat empresarial. Però si l'interès participatiu calculat sobre les vendes no arriba al límit imposat sobre el capital pendent, la retribució del préstec disminueix per protegir la liquiditat de la prestatària.

D'aquesta manera, aquest mètode opera de manera contrària que els que utilitzen el benefici, perquè estableix l'interès en el límit i, a partir d'aquí, la remuneració s'adapta a la seva xifra de negoci segons el percentatge establert sobre les vendes. Al mateix temps, s'aconsegueix convertir aquest préstec en participatiu per vinculació amb una variable empresarial.

Malgrat aquest raonament, proposem altres expressions per calcular un tipus d'interès relacionat amb l'evolució de la xifra de negoci que es pugui aplicar directament al deute viu, per obtenir un interès participatiu del tot congruent amb les regles financeres.

En aquest sentit, podríem substituir el benefici de les fórmules anteriors per les vendes anuals auditades i quedaria:

$$\text{Tipus d'interès total} = \frac{\text{Vendes} + \text{Interessos préstec participatiu}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} \cdot 100$$

$$\text{Tipus participatiu} = \frac{\text{Vendes}}{\text{FP Mitjans} + \text{Saldo mitjà préstec participatiu}} \cdot K \cdot 100$$

$$\text{Tipus d'interès total} = \frac{\text{Vendes}}{\text{FP Mitjans}} \cdot 100$$

Aquestes tres fórmules òbvies permetrien la determinació de l'interès participatiu d'una manera inqüestionable des d'un punt de vista financer i, simultàniament, es produiria un efecte secundari, perquè s'estimularia l'increment dels fons propis amb tots els avantatges que se'n deriven.

¹⁰² Com hem pogut constatar, en alguns contractes s'estableix l'interès participatiu entre el 2 i el 3 % de les vendes, amb un límit del 10 % del capital pendent.

6.3 Anàlisi financera del tipus d'interès nominal

El tipus d'interès nominal¹⁰³ del préstec participatiu, calculat amb les fórmules exposades en l'epígraf anterior, està compost pel tipus d'interès participatiu nominal més el tipus d'interès mínim nominal, referit a un índex de mercat al qual s'afegeix un diferencial inferior a l'aplicat en els préstecs ordinaris.

L'interès mínim s'abona segons la periodicitat pactada contractualment, mentre que l'interès participatiu es liquida anualment, un cop es coneixin els comptes anuals auditats. Recordem, a més a més, que el tipus d'interès participatiu es calcula com la diferència entre el tipus d'interès total i el mínim. Per aquest motiu, algunes entitats anomenen la part mínima de l'interès *interès a compte*, perquè, quan es calcula el tipus nominal que anualment s'aplica al préstec, ja s'ha abonat periòdicament l'interès mínim. El quadre 18 exposa un exemple que explica la liquidació d'interessos, prenent com a supòsit que el préstec es concedeix l'1 de gener de l'any 0, la liquidació de l'interès mínim és trimestral, no s'aplica diferencial a l'índex de mercat i els comptes anuals de la prestatària es coneixen al final del primer semestre de l'exercici següent.

Quadre 18 Liquidació d'interessos

Any 0

$$I_{m01} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 0} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

$$I_{m02} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 0} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

$$I_{m03} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 0} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

$$I_{m04} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 0} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

Any 1

$$I_{m11} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 1} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

$$I_{m12} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 1} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

a) Càlcul del T_T de l'any 0 segons la fórmula corresponent

b) T_P any 0 = T_T any 0 – $\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 0}$

c) I_P any 0 = T_P any 0 x Capital pendent mitjà de l'any 0

$$I_{m13} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 1} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

$$I_{m14} = (\text{EURIBOR}_{\text{ANY } 1} / 4) \times \text{Capital pendent}$$

On:

EURIBOR: Tipus d'interès mínim nominal

I_m : Quota d'interès mínim

T_T : Tipus d'interès total nominal, calculat segons la fórmula corresponent

T_P : Tipus d'interès participatiu nominal

I_P : Quota d'interès participatiu

103

El tipus d'interès nominal és un tipus d'interès anual en capitalització simple. A partir d'aquest tipus d'interès és molt senzill calcular el rèdit aplicable a cada quota, ja que n'hi ha prou de dividir el tipus nominal pel nombre de períodes continguts en un any. D'aquesta manera, si les quotes del préstec són trimestrals, en dividir el tipus nominal per quatre obtenim el rèdit trimestral.

Atesa la simplicitat de càlcul, el Banc d'Espanya obliga les entitats de crèdit a donar informació als seus clients sobre el tipus nominal de cada operació, perquè sense necessitat de conèixer les lleis de les matemàtiques financeres puguin calcular ells mateixos el rèdit que s'aplica a cada quota.

Per evitar interessos abusius, pràcticament la totalitat dels prestadors imposen un límit a l'interès total o al participatiu, com a mecanisme de contenció a la remuneració del préstec.

L'evolució de la variable empresarial presa com a referència determina el tipus d'interès total de cada exercici, però, per aplicació del tipus mínim i el límit a l'interès, la retribució del préstec queda continguda en un interval, tal com es mostra en el quadre 19, que aplica, com a exemple, el mateix límit al tipus participatiu del 6 % imposat per ENISA.

Quadre 19 Rang de l'interès total

$T_T \leq T_m$ $T_P = 0\%$ $T_T = T_m$	$T_T > T_m$ $T_P = T_T - T_m$ $T_T = T_m + T_P$	$T_P > 6\%$ $T_P = 6\%$ $T_T = T_m + 6\%$
--	---	---

On:

T_T : Tipus d'interès total nominal
 T_m : Tipus d'interès mínim nominal = EURIBOR + diferencial
 T_P : Tipus d'interès participatiu nominal

Com es pot veure, el préstec està subjecte a un interès mínim quan el tipus d'interès total calculat amb la fórmula corresponent resulti inferior o igual al tipus d'interès mínim com a conseqüència d'un benefici escàs o, fins i tot, negatiu. En aquest cas, el préstec no merita cap interès participatiu i només remunera l'interès mínim ja liquidat.¹⁰⁴ Per tant:

Tipus d'interès total nominal MÍNIM = EURIBOR + diferencial

Quan el tipus d'interès total sigui superior al tipus d'interès mínim, la remuneració del préstec coincideix amb l'interès calculat a partir de la fórmula corresponent aplicada per l'entitat. No obstant això, el tipus d'interès total està subjecte a un límit, que en l'exemple anterior és del 6 % per al tipus d'interès participatiu. Per tant:

Tipus d'interès total nominal MÀXIM = EURIBOR + diferencial + 6 %

En definitiva, les condicions financeres habituals del préstec participatiu situen el tipus d'interès total nominal del préstec participatiu dins del rang següent:

Tipus total nominal [EURIBOR + diferencial; EURIBOR + diferencial + 6 %]

De tot això es dedueix que, quan el benefici com a variable empresarial de referència sigui escàs, o fins i tot quan la prestatària tingui pèrdues, el préstec merita un interès inferior al de mercat, atès que el diferencial afegit sol ser menor que l'estipulat en els préstecs ordinaris. A partir de l'interès mínim, la remuneració del préstec s'ajusta al benefici de l'empresa, i només quan l'empresa obtingui resultats elevats l'interès d'aquest instrument supera l'interès aplicat pels préstecs ordinaris. Cal fer notar que l'elasticitat de l'interès del préstec participatiu permet l'adaptació a qualsevol situació econòmica de la prestatària.

La capacitat d'adaptació del préstec participatiu, unida a l'alt risc que l'acompanya, haurien de ser motius perquè el prestatari no es plantegés la comparació entre el cost del préstec participatiu i el de l'ordinari, atès que tots dos costos no tenen cap correlació. És a dir, encara que és cert que la remuneració del préstec participatiu pot arribar a ser més cara que la de l'ordinari, també ho és que el tipus d'interès participatiu està subjecte a una variabilitat molt

¹⁰⁴ S'entén ara la denominació de tipus d'interès mínim.

més gran que l'ordinari, perquè la incertesa sobre els beneficis és molt superior a la que afecta l'evolució del tipus d'interès aplicat pels préstecs ordinaris. D'aquesta manera, el risc de l'interès suportat pel préstec participatiu és significativament superior a l'associat als préstecs ordinaris i, en conseqüència, el participatiu ha de remunerar el diferencial de risc.

D'altra banda, el préstec participatiu és capaç d'oferir un escenari totalment oposat davant d'una situació econòmica adversa de l'empresa, perquè en aquest cas es generarien uns interessos inferiors als dels préstecs ordinaris, la qual cosa permetria a la prestatària un alleujament financer considerable. Òbviament, la resta d'instruments de finançament aliè no tenen aquesta flexibilitat.

En definitiva, el préstec participatiu pot resultar més car que l'ordinari com a conseqüència d'haver de suportar un risc més elevat, però, gràcies a la seva flexibilitat d'adaptació per ajustar-se a la capacitat econòmica de la prestatària, també pot resultar més econòmic que el finançament bancari. D'aquesta manera, els interessos elevats compensen els interessos mínims i inferiors als habituals del mercat per compensar també el risc assumit pel prestador participatiu.

Per recapitular, es pot concloure que el tipus d'interès nominal del préstec participatiu està subjecte a una gran incertesa, perquè depèn de l'evolució d'una variable empresarial. En conseqüència, aquest interès cerca una aproximació a la rendibilitat dels fons propis dins d'uns límits establerts contractualment. D'aquesta manera, quan la rendibilitat financera de la prestatària sigui inferior al tipus d'interès mínim establert, el préstec només merita l'interès mínim i, quan la rendibilitat financera sigui excel·lent, el tipus d'interès nominal es conté dins d'uns límits per evitar interessos usurers. D'aquesta manera, s'aconsegueix que la remuneració del préstec s'assimili a un dividend, amb un mínim i un màxim.

6.4 TAE i cost real del préstec participatiu

El Banc d'Espanya obliga les entitats de crèdit a informar els seus clients sobre la TAE de les seves operacions.¹⁰⁵ Tanmateix, la forma societària especial dels prestadors participatius els exclou del grup de les entitats de crèdit i, en conseqüència, no estan subjectes a aquesta obligació.¹⁰⁶

De totes maneres, resulta literalment impossible calcular la TAE d'un préstec participatiu, perquè l'interès depèn d'una variable empresarial, l'import de la qual no es pot determinar amb certesa en el moment de signar el contracte. Cal tenir en compte que el volum de la variable de referència només es pot conèixer al final de cada exercici, quan l'empresa calcula el seu resultat anual.

D'altra banda, oferir una TAE estimada sobre la previsió de la variable empresarial de referència resultaria inconsistent i ineficaç, per la gran incertesa que envolta l'evolució d'una empresa, especialment si és una pime.

En definitiva, *a priori* no és possible calcular cap interès efectiu,¹⁰⁷ tot i que sí que és possible calcular *a posteriori* el cost real del préstec. En el càlcul es tenen en compte les despeses notariales, la comissió d'obertura, els interessos meritats i les despeses produïdes per l'auditoria anual si l'empresa es veu obligada a fer-la per imposició de les clàusules contractuals. Òbviament, aquestes despeses no s'inclouen en la determinació del cost del préstec si la prestatària s'ha d'auditar per exigència legal.¹⁰⁸ No obstant això, els prestadors participatius solen permetre a les pimes sense obligació legal d'auditar-se evadir-se de la imposició contractual de fer una auditoria. A canvi, l'empresa ha de liquidar en l'exercici l'interès màxim establert en el préstec i, amb això, no tan sols s'elimina el cost de l'auditoria, sinó que, a més a més, s'evita el trastorn que comporta una auditoria en l'activitat diària de l'empresa. Aquesta substitució de costos té un interès especial per a les pimes que tenen uns beneficis tan extraordinaris que liquiden el tipus d'interès màxim en determinats exercicis, cosa que els evita, directament, haver d'incórrer en el cost addicional d'una auditoria.

¹⁰⁵ Vegeu la Circular del Banc d'Espanya núm. 8/1990, de 7 de setembre, sobre transparència de les operacions i protecció de la clientela.

¹⁰⁶ La Llei 44/2002, de 22 de novembre, de mesures de reforma del sistema financer, considera entitats de crèdit, exclusivament, les següents: l'Institut de Crèdit Oficial, els bancs, les caixes d'estalvi i la Confederació Espanyola de Caixes d'Estalvi, les cooperatives de crèdit, els establiments financers de crèdit i les entitats de diners electrònics.

Com es pot observar, les societats de capital risc no s'inclouen en aquest grup, com tampoc altres prestadors participatius que prenen la forma d'una simple societat anònima.

¹⁰⁷ El tipus d'interès efectiu és un tipus d'interès anual en capitalització composta. Segons les regles financeres, les rendibilitats i els costos s'han de calcular sempre amb aquest tipus d'interès, amb independència del termini de l'operació. Això permet comparar les rendibilitats o els costos de les operacions a diferents terminis.

6.5

Implicacions del préstec participatiu en les variables empresarials

A més a més, en la determinació del cost real del préstec participatiu, cal tenir en compte una particularitat present només en aquest instrument, perquè, atès que les clàusules contractuals obliguen a dotar una reserva de préstec participatiu, entenem que el cost real ha de recollir la capitalització d'aquesta reserva fins al moment que es produeixi la cancel·lació del préstec. Aquesta capitalització es fa a la taxa de rendibilitat financera de la prestatària, perquè és la rendibilitat dels seus fons propis i, evidentment, la reinversió d'aquesta reserva provoca una disminució significativa en el cost real del préstec participatiu.

Les característiques legals especials del préstec participatiu i les clàusules contractuals que solen acompanyar aquest instrument tenen implicacions rellevants en les ràtios financeres de les empreses prestatàries. L'anàlisi següent mostra l'efecte del préstec participatiu en les variables més representatives del conjunt de magnituds empresarials.

6.5.1 Préstec participatiu i ràtio d'endeutament

La ràtio d'endeutament es defineix com la relació entre deutes i fons propis, i mesura el nivell de deutes que suporta l'empresa per finançar els seus actius:

$$RE = \frac{D}{FP}$$

Una altra manera de determinar el nivell d'endeutament és l'anomenada *ràtio de Leverage*, que relaciona els deutes amb el passiu total:

$$L = \frac{D}{P_T}$$

Com es pot demostrar, la relació entre totes dues ràtios és la següent:

$$L = \frac{RE}{1+RE}$$

El nivell d'endeutament és la variable que més preocupa les entitats de crèdit en l'anàlisi de risc que fan sobre les empreses per determinar la concessió de finançament. Evidentment, com més alt sigui el nivell d'endeutament, més gran és el risc financer o el risc de no poder fer front a les obligacions de pagament, i això repercuteix, evidentment, en un cost més elevat del deute.

Encara més, quan el nivell de deutes és especialment elevat, les entitats de crèdit, com a inversors adversos al risc, neguen el finançament a l'empresa i en comprometen, en conseqüència, la continuïtat.¹⁰⁹

En definitiva, aquesta ràtio està relacionada directament amb el cost financer i, fins i tot, amb la capacitat de finançament aliè de l'empresa.

El càlcul de la ràtio d'endeutament que fan les entitats de crèdit presenta una particularitat, perquè aquestes entitats determinen el risc financer dels seus clients relacionant els deutes bancaris o negociats —i no pas els deutes totals—¹¹⁰ amb els fons propis.

Quan en el balanç de la prestatària apareix un préstec participatiu, com a conseqüència de la seva subordinació, les entitats de crèdit l'exclouen dels recursos

¹⁰⁸ Una empresa es veu obligada a auditar els seus comptes quan, durant dos anys consecutius a la data del tancament de cada exercici, concorren, com a mínim, dues de les tres circumstàncies següents:
1. Xifra anual de negoci > 4.747.995 euros
2. Total actiu > 2.373.998 euros
3. Nombre mitjà de treballadors > 50 persones
Segons els articles 181 i 203 del Reial decret legislatiu 1564/1989, de 22 de desembre, pel qual s'aprova el Text refós de la Llei de societats anònimes, modificat pel Reial decret 572/1997, de 18 d'abril.

¹⁰⁹ La ràtio d'endeutament acceptable per a cada empresa depèn del sector al qual pertany. En aquest sentit, hi ha sectors més arriscats que altres, als quals es permet un nivell més alt de deutes. Per aquesta raó, el més rellevant és la comparació de la ràtio de l'empresa amb el nivell d'endeutament mitjà del sector.

¹¹⁰ Les entitats de crèdit menyspreen els deutes bancaris per determinar la ràtio d'endeutament dels seus clients, que, en cas de liquidació, el prestatari està obligat a atendre, amb preferència al pagament dels deutes coberts amb garanties, com normalment ho està el finançament aportat per les entitats de crèdit. A més a més, davant de problemes de liquiditat, el deutor ha de complir preferentment els deutes financers, per ser els que generen interessos

aliens computables i l'inclouen en els fons propis de l'empresa, només a l'efecte de determinar la seva ràtio d'endeutament financer. Aquesta transposició implica una disminució d'aquesta ràtio i, en conseqüència, del risc financer real de l'empresa, cosa que resulta determinant per accedir a nou finançament bancari en condicions més favorables.

No obstant això, hem constatat que no hi ha consens entre les entitats de crèdit pel que fa al còmput del préstec participatiu com a fons propi. D'aquesta manera, mentre que per a algunes entitats el préstec participatiu computa en la seva totalitat com a recurs propi en la determinació de la ràtio esmentada, per a altres és considerat un recurs propi de segona categoria i, en conseqüència, introdueixen restriccions, també sense consensuar, en el còmput. És a dir, limiten la consideració del préstec participatiu, com a recurs propi, a un percentatge¹¹¹ dels fons propis de primera categoria, formats pel capital social i les reserves.

Per tal d'aclarir el càlcul de la ràtio d'endeutament fet per les entitats de crèdit destinat a determinar el risc financer de les empreses que sol·liciten finançament, plantejarem l'exemple següent contingut en el quadre 20, que, a més de mostrar l'efecte d'un préstec participatiu en la ràtio, farà una comparació amb el finançament bancari ordinari.

Com es pot veure, en el pitjor dels casos, és a dir, considerant el límit mínim, la millora provocada pel préstec participatiu en la ràtio d'endeutament financer de l'empresa és considerable i, en conseqüència, afavoreix l'accés al finançament bancari addicional i reforça la capacitat de negociació del prestatari pel que fa a l'obtenció de millors condicions, per la disminució del risc financer que comporta.

Quadre 20 Càlcul de la ràtio d'endeutament financer

Préstec participatiu

Fons propis	100.000
Capital social	75.000
Reserves	25.000
Fons aliens	400.000
Préstec participatiu	200.000
Préstecs ordinaris	125.000
Deutes amb proveïdors	75.000

Si el límit del préstec participatiu és el 30 % dels recursos propis:
límit = 30.000

Càlcul del préstec participatiu:

- Com a recurs propi = 30.000
- Com a deute = 200.000 - 30.000 = 170.000

$$R. E = \frac{\text{Deutes negocials}}{\text{Fons propis}} = \frac{125.000+170.000}{100.000+30.000} = 2,26$$

$$L = \frac{RE}{1+RE} = \frac{2,26}{3,26} = 69\%$$

El 69 % del passiu són deutes financers

Préstec ordinari

Fons propis	100.000
Capital social	75.000
Reserves	25.000
Fons aliens	400.000
Préstecs ordinaris	325.000
Deutes amb proveïdors	75.000

$$R. E = \frac{\text{Deutes negocials}}{\text{Fons propis}} = \frac{325.000}{100.000} = 3,25$$

$$L = \frac{RE}{1+RE} = \frac{3,25}{4,25} = 76\%$$

El 76 % del passiu són deutes financers

¹¹¹ Entre el 30 i el 50 %, depenent de cada entitat de crèdit, tot i que, insistim, algunes entitats computen el 100 % dels préstecs participatius com a fons propis.

6.5.2 Préstec participatiu i fons de maniobra

L'entrada d'un préstec participatiu en el balanç de l'empresa provoca una millora notable en el seu fons de maniobra, atès que cal tenir en compte que aquest préstec no es concedeix únicament per finançar inversions en immobilitzat, sinó per finançar projectes integrals, inclosa la inversió en circulat derivada de l'increment de l'actiu fix.

L'objectiu de la inversió finançada amb el préstec participatiu és, normalment, l'increment de les vendes de l'empresa prestatària, i cal recordar que tot increment de les vendes va associat, normalment, a una necessitat d'augmentar el fons de maniobra. Si l'empresa manté la seva eficiència¹¹² i, a més a més, les polítiques de circulat, pel que fa a terminis mitjans de cobrament, pagament i emmagatzematge, no es modifiquen, aquest increment es pot estimar a partir de l'índex del fons de maniobra, l'expressió del qual es mostra a continuació:

$$I_{FM} = \frac{FM}{VENDES}$$

Si l'eficiència de l'empresa i les polítiques de circulat no pateixen cap modificació, l'índex del fons de maniobra es manté constant davant d'un increment en les vendes:¹¹³

$$\Delta I_{FM} = \frac{FM}{VENDES}$$

Per tant:

$$\Delta FM = \Delta I_{FM} \cdot \Delta VENDES$$

Òbviament, es podria pensar que l'amortització continuada del préstec participatiu diluiria el fons de maniobra, per la disminució de capitals permanents que comporta la devolució del préstec. Tanmateix, la clàusula que tots els prestadors inclouen en els seus contractes, relativa a l'exigència de dotar anualment una reserva de préstecs participatius,¹¹⁴ obliga la prestatària a retenir una part del seu benefici i a reforçar el seu autofinançament, cosa que es tradueix en un increment del fons de maniobra i en més liquiditat, i disminueix al mateix temps la seva independència del finançament bancari a curt termini. Tot això provoca menys despeses financeres i, finalment, una millora del resultat net.

En definitiva, el préstec participatiu té una gran implicació en el fons de maniobra i, a través de l'increment de liquiditat que provoca, permet minimitzar el risc d'insolvència de l'empresa prestatadora i, simultàniament, l'optimització del seu resultat. Això justifica l'exigència contractual d'incrementar els recursos propis a partir de la dotació d'una reserva indisponible en detriment d'un repartiment més gran de dividendes.

Encara que pugui semblar que aquesta mesura imposada pel prestador perjudica el propietari, cal recordar que un repartiment indiscriminat de dividendes podria esgotar l'empresa i provocar fins i tot la bancarrota. En aquest cas, el propietari perdria la seva inversió i la futura rendibilitat esperada. Per tot això, l'exigència de dotar la reserva de préstec participatiu tracta de modelar una política d'autofinançament adequada que permeti la continuïtat empresarial i de conscienciar l'empresari que la seva pròpia rendibilitat depèn de la de la seva empresa.

D'altra banda, cal recordar que la majoria de fórmules que utilitza el mercat per determinar l'interès participatiu del préstec empren en el denominador els fons propis. En conseqüència, el cost del préstec s'aconsegueix minimitzar maximitzant la dotació anual de reserves, és a dir, eliminant el repartiment de dividendes. Això pro-

¹¹² Fa referència, entre altres variables, al cost de vendes sobre vendes.

¹¹³ Si alguna de les variables que intervenen en la determinació del fons de maniobra necessari tingués modificacions, s'hauria de recalcular el fons de maniobra que necessitaria l'increment de les vendes i, en aquest cas, no seria possible recórrer a l'índex del capital circulat per fer aquest càlcul.

¹¹⁴ Cal fer notar que es refereix a l'exigència imposada pel prestador de dotar anualment una reserva de préstec participatiu. Aquesta obligació és diferent de l'exigència legal d'incrementar els fons propis quan s'amortitza el préstec anticipadament.

vocaria, al mateix temps, una maximització del fons de maniobra a través de la retenció de tot el benefici generat.

D'aquesta manera, el préstec participatiu obliga, per clàusula contractual, a una dotació mínima de reserves i deixa al prestatari l'opció d'una dotació màxima si vol minimitzar el cost del deute participatiu. En qualsevol cas, es produeix un increment del fons de maniobra i una disminució de la remuneració del préstec.

Aparentment, l'increment del fons de maniobra, tant imposat com voluntari, perjudica el prestatador i el propietari perquè, evidentment, disminueix la rendibilitat a curt termini de tots dos. Tanmateix, per a l'empresa suposa un avantatge important, perquè, d'una banda, disminueix la despesa financera participativa, amb l'increment del benefici corresponent i, d'altra banda, en reforça la solvència amb la disminució corresponent de la ràtio d'endeutament. Tot això repercuteix positivament en l'evolució de la rendibilitat de l'empresa i, òbviament, en les rendibilitats a llarg termini del prestatador i del propietari.

En conseqüència, la reinversió dels dividends en l'empresa no es pot entendre com un perjudici per al propietari, sinó com un mecanisme que afavoreix el desenvolupament del negoci i l'increment de la rendibilitat de l'empresa i, per tant, de la del seu propietari.

6.5.3 Préstec participatiu i resultat net

L'interès del préstec participatiu és la suma de dos trams d'interès. Algunes entitats no imposen un tipus d'interès mínim o fix, i les entitats que l'inclouen l'estipulen inferior al de mercat.

D'altra banda, quan l'interès participatiu pren com a referència el benefici de la prestatària, la remuneració del préstec és difícil que provoqui pèrdues en l'empresa finançada. Això adquireix una rellevància especial en les primeres etapes del projecte d'inversió finançada, perquè són les que acostumen a generar més pèrdues.

Concretant, quan la prestatària registri pèrdues, aquestes pèrdues són conseqüència de la seva activitat o d'altres despeses financeres o extraordinàries, però no són mai imputables a l'interès participatiu del préstec. En aquest context, es pot afirmar que el préstec participatiu protegeix el resultat net de l'empresa i minimitza el risc de pèrdues.

A més a més, recordem que l'ideal és fer coincidir el termini d'amortització econòmica dels actius finançats amb el termini d'amortització financera del préstec que els finança. D'aquesta manera, la recuperació de la inversió se sincronitza amb la devolució del deute i, així, no suposa cap esforç financer per a l'empresa. Aquesta situació es pot aconseguir fàcilment en els préstecs participatius, atès el llarg termini amb què es concedeixen.

Tanmateix, l'efecte del préstec participatiu no es limita a adaptar totes dues amortitzacions, perquè el seu ampli període de carència permet que, durant els primers exercicis del projecte, les quotes d'amortització econòmica no es destinin a l'amortització financera i puguin ser reinvertides en l'empresa, amb la qual cosa es genera un benefici addicional i, en definitiva, s'augmenta el benefici de l'activitat empresarial.

Per concloure, cal recordar que el préstec participatiu té, a més a més, capacitat per incrementar el benefici a través de la disminució de la ràtio d'endeutament financer que provoca i de l'increment del fons de maniobra que comporta.

6.5.4 Préstec participatiu i liquiditat

Una de les condicions de concessió del préstec participatiu és la presentació d'un pla de negoci convincent, que contingui previsions sobre la tresoreria esperada de l'empresa prestatària. Atesa la implicació del prestador participatiu en l'evolució de l'empresa, les condicions de pagament negociades del préstec s'adapten a la capacitat prevista de generació de fluxos nets de caixa.¹¹⁵

A més a més, l'ampli període de carència de principal que sol acompanyar aquests préstecs comporta un alleujament considerable en la liquiditat de la prestatària, que pot disposar d'aquests fons per aplicar-los en la seva activitat.

Pel que fa a la remuneració del préstec, cal recordar que permet diferir a més d'un any la part participativa de l'interès, la liquidació del qual es fa després d'haver conegut els comptes anuals. Aquest diferiment també permet disposar de fons addicionals i a cost zero, per aplicar-los a conveniència de l'empresa.

D'altra banda, i com ja ha quedat demostrat, la disminució de la ràtio d'endeutament financer que provoca el préstec participatiu implica una disminució del cost financer i, en conseqüència, una millora evident de la liquiditat. El mateix efecte té el préstec participatiu a través de l'increment del fons de maniobra que comporta, amb la disminució corresponent de les necessitats programades de finançament bancari a curt termini.

Més encara, l'increment de liquiditat provocat per l'augment del fons de maniobra, juntament amb els pressupostos de tresoreria que les empreses finançades estan obligades a elaborar, disminueixen la necessitat d'haver de recórrer amb urgència al finançament bancari, sotmès, d'altra banda, a un cost més elevat. Amb això, es redueixen les necessitats operatives de fons,¹¹⁶ al mateix temps que s'evita el sobrecost d'una insolvència puntual imprevista i es minimitza el risc d'entrar en una espiral d'insolvències com a conseqüència de les despeses financeres provocades per les mateixes insolvències.

Com a recapitulació del que s'ha exposat en aquest epígraf, es pot deduir que les millores produïdes pel préstec participatiu en la ràtio d'endeutament es tradueixen en una disminució del cost financer de l'empresa. D'aquesta manera, aquest préstec reforça el fons de maniobra i produeix un increment de la liquiditat, per la qual cosa disminueix la dependència del finançament bancari i, en conseqüència, provoca una disminució considerable de les despeses financeres i un increment del benefici.

Si hi afegim, a més a més, que l'interès d'aquest préstec s'adapta a la situació econòmica de l'empresa, es pot concloure que el préstec participatiu permet optimitzar l'estructura financera de la prestatària i aconseguir un equilibri que repercuteix, finalment, en l'increment de la seva rendibilitat financera.

En definitiva, el préstec participatiu no es limita a finançar empreses sense provocar estrangulacions en el benefici i la liquiditat, sinó que, a més a més, té capacitat per optimitzar aquestes variables empresarials rellevants. Per tant, es pot afirmar que el préstec participatiu és més que un simple instrument de finançament, perquè aconseguir reforçar les possibilitats de continuïtat de l'empresa i minimitzar el risc de bancarrota. Aquest valor afegit aportat pel préstec resulta especialment favorable per a les pimes, pels problemes greus que presenten aquestes empreses per assolir una estructura financera sostenible amb la qual puguin escapar de l'índex de mortalitat elevat que suporten.

¹¹⁵ Per a alguns autors, cash flow.

¹¹⁶ Les necessitats operatives de fons (NOF) estan formades pel fons de maniobra comptable o real, més el finançament bancari a curt termini al qual ha de recórrer l'empresa per corregir els desfasaments entre els cobraments i els pagaments. Les NOF són una referència important en la gestió del circulat operatiu.

7

Anàlisi comparativa davant d'altres figures de finançament

7.1 INTRODUCCIÓ

En aquest capítol recapitularem els avantatges del préstec participatiu descrits en capítols anteriors i els organitzarem en una anàlisi comparativa amb altres instruments de finançament. En concret, amb el préstec ordinari i el capital risc, ja que els considerem els més representatius.

No obstant això, aquest estudi no seria objectiu si no es completés amb els desavantatges que presenta el préstec participatiu respecte de la resta d'instruments. En conseqüència, també descriurem els escassos inconvenients que planteja el préstec participatiu.

7.1 Introducció

7.2 El préstec participatiu enfront del préstec ordinari

7.3 El préstec participatiu enfront del capital risc



7.2

El préstec participatiu enfront del préstec ordinari

Malgrat que el préstec participatiu és un préstec a l'efecte mercantil, les seves característiques legals i financeres singulars el doten amb una estructura pròpia que el diferencia substancialment del préstec ordinari. Aquestes marcades diferències li aporten alguns avantatges comparatius i alguns inconvenients, que tenen efectes importants en la societat finançada.

Quant als **avantatges** del préstec participatiu, es poden concretar en els següents:

El primer avantatge el trobem en el principal del préstec participatiu, que sol ser més voluminós que l'aportat pels préstecs ordinaris, cosa que, evidentment, permetria el finançament de les inversions que requereix el pla estratègic de l'empresa. Així mateix, la concessió del préstec participatiu, basada sempre en una anàlisi exhaustiva de la viabilitat del pla de negoci, reforça la seva credibilitat davant de tercers i li permet obtenir finançament addicional amb el qual pot cobrir altres necessitats.

A més a més, el venciment del préstec participatiu sol ser més ampli que el que ofereixen els préstecs ordinaris, cosa que permet sincronitzar el termini d'amortització financera del deute i el termini d'amortització econòmica dels actius finançats. Aquesta adaptació de temps permet que la recuperació de la inversió s'apliqui a la devolució del préstec, de manera que la prestatària pugui relaxar l'esforç financer i acomodar-lo a l'autofinançament generat per les quotes amortitzatives del seu immobilitzat.

És més, el període de carència incorporat habitualment en els préstecs participatius permet que aquests préstecs alliberin fons perquè, durant aquest termini, la prestatària pugui aplicar-los en el seu negoci i incrementi la seva rendibilitat.

Pel que fa al preu, i com hem demostrat en capítols anteriors, la remuneració del préstec és respectuosa amb l'evolució econòmica de l'empresa. És més, si l'interès participatiu es vincula al benefici, com sol passar habitualment en aquests préstecs, la despesa financera meritada per aquest deute és difícil que provoqui pèrdues en el resultat de la prestatària, ja que la seva adaptació al benefici elimina la rigidesa dels interessos generats en els préstecs ordinaris, que poden arribar a provocar l'absorció del resultat empresarial.

A més a més, la retribució del préstec participatiu, paral·lela al benefici, propicia una rebaixa significativa en el cost quan la prestatària registri pèrdues o els seus beneficis siguin reduïts. Aquesta qüestió resulta especialment important en les primeres etapes de la inversió finançada, quan les pèrdues no són infreqüents. En aquest cas, la remuneració del préstec participatiu se situa per sota de la del préstec ordinari, cosa que contribueix a una millora del resultat empresarial.

En la mateixa línia, es podria dir que el préstec participatiu presenta un inconvenient per a la prestatària quan obté beneficis elevats, ja que, en aquestes situacions, el préstec participatiu és més car que l'ordinari. Tanmateix, el cost més alt del préstec participatiu està justificat si tenim en compte el risc més elevat que comparativament suporta aquest préstec davant de l'ordinari a causa de la seva naturalesa subordinada, que afecta la recuperació del deute, i del risc d'interès, ja que en part depèn de l'evolució incerta de l'empresa.

Òbviament, el preu del préstec participatiu ha de ser capaç de remunerar el grau elevat de risc, però l'avantatge rau en el fet que només el remunera quan l'empresa disposa de condicions econòmiques per fer-ho, és a dir, quan el seu benefici li ho permet. Evidentment, en aquest cas no comporta cap esforç financer enfrontar-se a un cost més alt. En concret, el preu del préstec participatiu és més alt que el dels ordinaris quan l'empresa obté resultats potents, però, tot i això, aquest preu més elevat no estrangula la capacitat remuneratòria de l'empresa, ja que, simplement, s'hi adapta.

Una altra qüestió relativa a la remuneració d'aquest préstec és la particular liquidació de l'interès, ja que cal recordar que el segment participatiu es liquida anualment després de l'aprovació dels comptes de la prestatària. Això permet diferir el pagament, i a cost zero, d'una part de l'interès, cosa que també comporta l'alliberament de fons perquè l'empresa pugui cobrir altres necessitats.

Quant a l'interès mínim, cal tenir present que se sol abonar amb una periodicitat trimestral, semestral o fins i tot anual. Aquesta liquidació també contrasta amb la dels préstecs ordinaris, ja que en aquests préstecs l'abonament d'interessos sol ser mensual, cosa que provoca un esforç més gran en la caixa de la prestatària.

Un altre avantatge derivat de la remuneració del préstec participatiu es produeix com a conseqüència dels mètodes de càlcul de l'interès que utilitzen la majoria de préstecs participatius. Aquests mètodes fomenten les polítiques d'autofinançament de la prestatària, cosa que reforça el fons de maniobra, al mateix temps que disminueix el risc d'insolvència per desajustos en els circulants de l'empresa. Així mateix, l'increment del finançament permanent derivat de la retenció del benefici permet un creixement més accelerat de l'empresa sense que això provoqui una dependència bancària més gran i, consegüentment, un risc financer més alt.

A més a més, el préstec participatiu provoca, per si mateix, una disminució del risc financer esmentat a causa de la seva naturalesa subordinada, ja que cal recordar que la subordinació permet computar el préstec participatiu com a fons propi en la determinació de la ràtio d'endeutament, cosa que provoca una disminució significativa d'aquesta ràtio. En conseqüència, aquesta reducció del risc financer afavoreix l'accés al finançament aliè addicional i, simultàniament, millora la capacitat de negociació bancària quant a preu i termini.

En concret, el préstec participatiu no tan sols aporta un avantatge comparatiu quant a la millora del benefici de la prestatària, ja que els seus efectes també es reflecteixen en un increment significatiu de la liquiditat com a conseqüència de la remuneració especial del préstec, de la seva capacitat per incrementar el fons de maniobra i de la disminució que en la pràctica provoca aquest préstec en la ràtio d'endeutament. En definitiva, el préstec participatiu presenta un avantatge important davant del préstec ordinari, ja que aconsegueix millorar tant el benefici com la liquiditat, per raó de la seva capacitat per optimitzar l'estructura financera de l'empresa.

Respecte a l'aportació de garanties, el préstec participatiu presenta una altra diferència significativa amb el préstec ordinari, ja que en els finançaments bancaris se solen exigir cobertures que normalment els prestadors participatius no acostumen a exigir. En aquest sentit, el préstec participatiu és l'instrument idoni per a aquelles empreses que es troben en una situació d'inaccessibilitat al finançament ordinari per no disposar de garanties i, tanmateix, necessiten fons per desenvolupar projectes amb expectatives fermes d'èxit.

Malgrat tot l'anterior, **l'avantatge més destacable que contrasta amb el finançament ordinari és la consideració del préstec participatiu com a patrimoni comptable**. Això permet a la prestatària eludir, si més no temporalment, l'obligació legal de disminuir el seu capital o dissoldre's com a conseqüència de pèrdues, cosa que permet posposar, si escau, el reconeixement d'una possible fallida i brinda un temps addicional perquè la prestatària pugui remuntar el seu desequilibri patrimonial i aconsegueixi la seva continuïtat.

Aquest avantatge rellevant no repercuteix exclusivament en l'empresa finançada, sinó que l'efecte d'absorció de pèrdues s'expandeix al grup de consolidació fiscal quan la prestatària forma part d'un grup d'empreses. En aquest cas, el préstec participatiu, a diferència de l'ordinari, permet que les pèrdues registrades per la prestatària afectada per un greu desequilibri patrimonial s'integrin en el resultat fiscal del grup i que aquest grup es beneficiï de l'estalvi impositiu generat per aquestes pèrdues.

Així doncs, els avantatges que presenta aquest préstec davant de l'ordinari es poden sintetitzar en el fet que el participatiu no es limita a ser un simple instrument de finançament, ja que, a més a més, permet assolir l'equilibri financer al mateix

temps que reforça el creixement sostingut de l'empresa. Aquesta qüestió resulta rellevant per a les pimes, que no solament s'enfronten a la dificultat d'accés al finançament a molt llarg termini, sinó també als problemes que presenten per compondre una estructura adequada de finançament que els permeti garantir la seva permanència empresarial.

Respecte als **inconvenients** del préstec participatiu, potser el que crida més l'atenció és l'exigència d'una auditoria imposada per alguns prestadors. Aquesta obligació contractual només implica un cost, tant monetari com d'oportunitat, per a les pimes que no estiguin sotmeses a l'obligació legal de presentar els seus comptes auditats. No obstant això, l'exigència d'una auditoria s'entén si tenim en compte que la rendibilitat del prestador depèn de variables empresarials, i aquestes variables són fàcils de manipular per la prestatària. Per això, és comprensible que el prestador necessiti els comptes auditats per garantir una remuneració exactament d'acord amb la situació econòmica real de l'empresa finançada.

Tanmateix, la pime pot evadir l'obligació contractual d'una auditoria si, com a compensació, liquida al prestador l'interès màxim del préstec. Aquesta substitució de costos no tan sols permet l'estalvi dels honoraris de l'auditor, sinó, a més a més, també la supressió del trastorn que la realització d'una auditoria comporta per a la quotidianitat d'una empresa.

Altres qüestions que poden semblar inconvenients per a la prestatària són la imposició contractual de certes matèries reservades, l'aportació d'informació periòdica sobre els estats financers i pressupostos de l'empresa i la invitació a la junta d'accionistes exigida pel prestador. Aquestes cauteles troben justificació si tenim en compte els greus problemes d'agència que suporten els préstecs participatius com a conseqüència de la asimetria d'informació entre les dues parts de l'operació.¹¹⁷

Precisament, el risc elevat del préstec participatiu, derivat de la subordinació i d'una rendibilitat vinculada a paràmetres empresarials, provoca que la asimetria d'informació tingui més impacte en la rendibilitat del prestador participatiu que no pas en la del préstec ordinari i, per minimitzar aquest efecte, resulta comprensible l'exigència d'informació puntual sobre l'evolució de la prestatària. D'aquesta manera, el prestador participatiu intenta que la seva informació coincideixi amb la disposada pel propietari, ja que les expectatives de rendibilitat de tots dos són exactament coincidents amb l'evolució de l'empresa i, a més a més, comparteixen el mateix risc.

Tot i que pugui semblar que l'obligació d'informació implica un control molest per a l'empresa finançada, el cert és que li aporta un valor afegit, ja que l'acompanyament professional en la gestió estratègica és un mecanisme que reforça l'èxit del pla de negoci plantejat per la prestatària. Per això, aquesta qüestió, més que representar un inconvenient, s'ha d'entendre com un altre avantatge del finançament participatiu, atès que afavoreix la consolidació empresarial per a les companyies en les seves primeres etapes, o el salt a gran empresa per a les prestatàries mitjanes.

Com es pot observar, el préstec participatiu presenta més avantatges que inconvenients respecte al finançament convencional, cosa que el converteix en l'instrument financer d'elecció per a les pimes que vulguin dur a terme projectes ambiciosos amb expectatives d'èxit demostrables, i es mostren disposades a vèncer la reticència inicial de qualsevol empresa a compartir els seus resultats amb tercers aliens a la societat.

És important destacar que el préstec participatiu no tan sols és idoni per a les empreses amb problemes per accedir al finançament bancari a llarg termini per qüestions de mida o aportació de garanties, ja que, com es pot comprovar, el finançament participatiu té un efecte multiplicador absent en els préstecs ordinaris, atès que aconsegueix optimitzar l'estructura financera i, en conseqüència, el creixement empresarial i el benefici.

7.3

El préstec participatiu enfront del capital risc

El capital risc es defineix com la presa de participació, amb caràcter temporal i generalment minoritari, en el capital d'empreses no financeres que en el moment de l'aportació no cotitzen en el primer mercat de la borsa de valors. L'objectiu del soci arriscat és l'obtenció de plusvàlues elevades en la desinversió de la seva aportació. El capital risc aporta, a més de finançament, un valor afegit en forma de credibilitat davant de tercers i suport gerencial.¹¹⁸

D'altra banda, el préstec participatiu té múltiples similituds amb el capital risc, ja que la rendibilitat de tots dos depèn de la mateixa variable empresarial, és a dir, de l'evolució de l'empresa. Per aquest motiu, tots dos instruments utilitzen els mateixos criteris de selecció per a les seves inversions, fonamentats bàsicament en la viabilitat del pla de negoci i la qualitat de l'equip gestor.

No obstant això, les diferències que hi ha entre aquestes dues figures generen determinats **avantatges** a favor del préstec participatiu.

El préstec participatiu, de la mateixa manera que el capital risc, aporta un valor afegit a l'empresa finançada, per la confiança del prestador en la gestió de l'empresa i en l'obtenció de beneficis futurs. Aquesta confiança genera credibilitat davant de tercers, cosa que afavoreix l'obtenció de finançament extern addicional. No obstant això, així com el soci arriscat té seient en el consell d'administració per la seva condició de propietari, el prestador participatiu hi és absent i, d'aquesta manera, el préstec evita la participació de tercers en la gestió i no compromet la capacitat de decisió de l'empresari ni el control de la seva empresa.

És més, la societat prestatària pot cancel·lar el préstec en el moment que consideri convenient, sempre que satisfaci la comissió corresponent i realitzi l'ampliació oportuna de fons propis a la qual estaria legalment obligada. Tanmateix, no es pot desvincular del soci aventurer quan ho desitgi, si bé, en canvi, la societat de capital risc es reserva contractualment el dret de sortir de la societat quan ho consideri oportú.

Un altre avantatge present en els préstecs participatius és el relatiu al tractament fiscal de la seva remuneració, ja que els interessos del préstec participatiu són considerats, en la seva totalitat, fiscalment deduïbles, amb l'estalvi impositiu consegüent que comporta. En canvi, els dividendes no gaudeixen de deduïbilitat fiscal.

Tanmateix, el que s'acaba de dir no és l'únic estalvi fiscal que permet el préstec participatiu, ja que, òbviament, l'entrada de capital risc implica una ampliació de capital que està subjecta a un impost sobre operacions societàries de l'1 % del capital que s'amplia, mentre que el préstec no està sotmès a aquest impost. Per tant, el finançament participatiu resulta més barat que l'arriscat, per l'estalvi impositiu que comporta.

Aquesta qüestió adquireix una importància especial quan l'empresa es troba en una situació de desajust patrimonial com a conseqüència de pèrdues i es veu obligada a incrementar els seus fons propis per reajustar el seu patrimoni. En aquestes situacions, el préstec participatiu és el substitut perfecte del capital, ja que aconsegueix el mateix efecte amplificador en el patrimoni comptable que una aportació de capital, malgrat que n'evita els inconvenients i incorpora, a més a més, un estalvi d'impostos importants.

Així mateix, el préstec participatiu es pot utilitzar també com a substitutiu del capital quan l'empresa suporta una ràtio d'endeutament desproporcionada i es veu obligada a incrementar els seus fons propis per disminuir el seu risc financer. En aquest cas, el préstec, que a causa de la subordinació computaria a l'efecte pràctic com a fons propi en la determinació de la ràtio esmentada, aconseguiria l'objectiu proposat, però, a més a més, afegiria els avantatges fiscals anteriors en comparació de l'aportació de capital.

¹¹⁷ A la pime, els problemes d'agència es defineixen com els conflictes d'interessos que sorgeixen entre l'empresa prestatària o l'agent, i el subministrador de fons o principal, que tracten tots dos de maximitzar la seva pròpia riquesa. Els conflictes d'interessos entre director i accionista no tenen importància en l'àmbit de la pime, atesa la concurrència, en general, d'ambdues posicions en la figura de director-propietari.

¹¹⁸ La versió oficial estableix l'origen del capital risc a mitjan segle XIX als Estats Units, amb la construcció dels grans ferrocarrils, però la versió oficiosa situa el seu origen a Espanya, quan l'any 1492 la reina Isabel la Catòlica va empenyorar les seves joies per finançar l'arriscat viatge de Colom a les Índies.

Tot reprenent la qüestió dels avantatges relatius a la remuneració del préstec, cal recordar que els mètodes utilitzats generalment pel mercat per determinar l'interès obliguen la prestatària a retenir el seu benefici per minimitzar el cost del préstec. Això deriva en un enfortiment de l'autofinançament de l'empresa, amb el deversall d'efectes positius que comporta sobre el resultat empresarial.

En canvi, els dividendes que remuneren el capital depenen de la política definida per la mateixa empresa i, tret que el propietari es resisteixi a repartir beneficis per no compartir-los amb el soci arriscat, el capital risc no aconsegueix el mateix efecte autofinançador que el generat pel préstec participatiu. En definitiva, el préstec participatiu, davant del capital risc, té capacitat per maximitzar la rendibilitat financera de la prestatària a llarg termini, a causa de l'estructura operativa de la seva retribució.

Com a conclusió, cal tenir en compte que la societat de capital risc és un soci conjuntural i, per tant, arriba un moment en què es planteja la desinversió de la seva aportació. Precisament és en la desinversió on el capital risc pot presentar conflictes determinats, que es produeixen segons les alternatives de sortida del soci arriscat. Si parem atenció a les dades del mercat, aproximadament la meitat de les pimes finançades amb capital risc busquen la recompra com a mecanisme per recuperar el control de l'empresa. En aquests casos, la valoració de l'empresa que requereix la transmissió de les accions comporta, algunes vegades, una font de conflictes per a les dues parts de l'operació pels desacords en l'establiment del preu. En canvi, la cancel·lació del préstec implica una desvinculació definitiva del prestador que no requereix una valoració de l'empresa, per la qual cosa evita problemes i, a més a més, se n'estalvia el cost.

Quant a les operacions arriscades que no es plantegen amb pacte de recompra, l'empresa finançada suporta la possible entrada de socis hostils en la desinversió de la societat de capital risc. Aquesta contingència també s'evita, òbviament, amb el finançament participatiu.

Pel que fa als **inconvenients** que presenta el préstec participatiu davant del capital risc, només podem comentar que, mentre el soci arriscat no exigeix dividendes, el prestador participatiu sí que exigeix, des de la signatura del contracte, una remuneració que, tret la part mínima, depèn en tot cas de l'evolució de la prestatària i és assimilable a un dividend limitat.

En concret, les característiques legals i financeres singulars del préstec participatiu el doten amb uns avantatges diferencials respecte del capital risc, cosa que el converteix en la figura idònia per a les empreses que necessiten finançament permanent amb el qual puguin desenvolupar projectes d'inversió aparentment rendibles.

Com a recapitulació d'aquest capítol, el quadre 21 mostra, esquemàticament, els avantatges que presenta el préstec participatiu davant del préstec ordinari i el capital risc.

Quadre 21 Avantatges comparatius del préstec participatiu

Avantatges del préstec participatiu davant del

Préstec ordinari

- Termini d'amortització i carència més elevats
- La remuneració s'adapta a la situació econòmica de l'empresa
- Difereix a un any, amb cost nul, el pagament d'una part de l'interès
- Reforça el fons de maniobra
- Disminueix la ràtio d'endeutament financer
- Millora el resultat empresarial i la generació de liquiditat
- Optimitza l'estructura financera
- No sol exigir garanties
- Té capacitat per absorbir pèrdues, cosa que disminueix el risc de fallida

Capital risc

- Evita la participació de tercers en la gestió i el control de l'empresa
- El prestatari es pot desvincular del finançador quan ho desitgi
- La remuneració és fiscalment deduïble
- Evita l'impost sobre operacions societàries
- Ludeix la valoració de l'empresa en la desinversió i l'entrada de socis hostils

Com es pot observar comparativament, la versatilitat del préstec participatiu li confereix una estructura capaç d'incorporar els millors aspectes del deute ordinari i del capital social, alhora que n'evita els inconvenients. D'aquesta manera, el legislador ha aconseguit el seu propòsit en la configuració d'una figura flexible, capaç d'adaptar-se en tots els sentits a l'evolució, positiva o negativa, de l'empresa. La resta d'avantatges l'aporten les condicions financeres dissenyades pels prestadors participatius, que han sabut interpretar l'essència d'aquest préstec com un instrument de veritable suport financer i patrimonial.

8

Guia ràpida

Com a recapitulació, en aquest capítol s'extrauran resumidament els aspectes més rellevants del préstec participatiu, amb la finalitat que es pugui utilitzar com una guia sintetitzada per al lector interessat en aquest original instrument.

- 8.1 Aspectes legals del préstec participatiu
- 8.2 Consideracions comptables del préstec participatiu
- 8.3 Implicacions fiscals del préstec participatiu
- 8.4 El préstec participatiu en la llei concursal
- 8.5 El mercat dels préstecs participatius
- 8.6 Anàlisi financera
- 8.7 Anàlisi comparativa davant d'altres figures de finançament



8.1 Aspectes legals del préstec participatiu

El préstec participatiu està regulat i definit per l'article 20 del Reial decret llei 7/1996, de 7 de juny, modificat per la disposició addicional segona de la Llei 10/1996, de 18 de desembre.

Del contingut de la norma esmentada se'n desprèn que el prestatari ha de ser, necessàriament, subjecte passiu de l'impost sobre societats, cosa que exclou implícitament les persones físiques com a beneficiàries d'aquest instrument de finançament. Aquesta exclusió es reforça amb l'exigència de vincular la remuneració a l'evolució de l'empresa prestatària.

Quant als prestadors, malgrat que la norma s'hi refereixi sota la forma d'entitat, en la pràctica són concedits per tot tipus de persones, físiques i jurídiques. De fet, és un instrument molt utilitzat pels propietaris d'una empresa per finançar la seva companyia.

Pel que fa a la remuneració del préstec, és precisament en aquest aspecte on s'asenta la naturalesa d'aquesta figura, ja que només es poden denominar i considerar participatius els préstecs l'interès dels quals es vinculi a una variable representativa de l'activitat de la societat prestatària.

La regulació d'aquest préstec és totalment permissiva amb l'elecció de la variable empresarial de referència, i aquesta llibertat legal completa dóna lloc, en la pràctica, a múltiples criteris de determinació de l'interès del préstec.

A més de l'interès participatiu, vinculat a l'evolució de la prestatària, la norma permet al prestador establir opcionalment un interès addicional, que normalment sol estar referit a un índex de mercat, per garantir-li d'aquesta manera una rendibilitat mínima independent d'una evolució negativa no desitjada de l'empresa finançada.

Un altre aspecte legal rellevant es refereix a la condició subordinada del préstec participatiu, cosa que el situa darrere de la resta de creditors en una situació concursal, fins i tot en cas que estigui cobert amb garanties. La naturalesa subordinada és comprensible si considerem que la remuneració del préstec participa de l'evolució de l'empresa, de la mateixa manera que ho fa la retribució del capital social. En conseqüència, atès el conjunt rendibilitat-risc, el préstec participatiu ha d'assumir un risc semblant al que suporta el capital aportat pels propietaris de l'empresa finançada.

De la posició subordinada se'n deriva l'exigència legal d'incrementar els fons propis de la prestatària quan amortitzi anticipadament el préstec participatiu. Aquesta obligació s'entén si tenim en compte que la subordinació d'aquest deute confereix a la resta de creditors una garantia complementària a la derivada del patrimoni empresarial i, per tant, un reembossament anticipat del préstec provocaria en els altres creditors un efecte equivalent a una disminució de capital social, una qüestió que, a més a més, s'agreuaria davant d'una amenaça de concurs. En conseqüència, aquesta exigència garanteix el manteniment de la mateixa ràtio de solvència que hi havia abans de l'amortització.

Malgrat les característiques legals singulars del préstec participatiu, el tret més diferencial i controvertit és la seva consideració de patrimoni comptable a l'únic efecte de determinar una disminució de capital o una dissolució com a conseqüència de pèrdues acumulades de l'empresa prestatària.

En aquest context, el préstec participatiu té capacitat per absorbir pèrdues, tot i que només en els dos supòsits esmentats. En definitiva, malgrat que el préstec participatiu és, a l'efecte mercantil i legal, un recurs aliè, té la capacitat de comportar-se com un recurs propi davant de greus desajustos patrimonials que poden dur l'empresa a situacions extremes.

Tot i que aquesta dualitat paradoxal pugui resultar inadmissible, entenem que és absolutament coherent en aquesta figura que es va dissenyar per cobrir el buit que hi havia en l'extensa gamma de productes de finançament, formada per dos grups

de recursos estancs. En altres paraules, l'oferta financera es classificava rigorosament en instruments propis i aliens, i mentre els aliens eren fàcils d'accedir-hi per a la totalitat de les empreses, els propis quedaven pràcticament restringits a les companyies més grans, és a dir, les que no trobaven dificultats per captar capital social.

Això va fer necessari regular un instrument financer de fàcil accés que suposés, a més a més, un veritable suport patrimonial per a les empreses que tenien condicionat l'accés al finançament de capital a causa de la seva petita mida. D'aquesta manera, s'intentava equilibrar la desigualtat existent en les oportunitats de finançament entre els diferents tipus d'empreses.

En concret, la pretensió legal era crear una figura financera capaç de reequilibrar el patrimoni en les situacions de pèrdues on es veïés compromesa la continuïtat empresarial. Precisament, el punt de partida d'aquest instrument va ser la capacitat per absorbir pèrdues. Però, a més a més, havia de ser accessible, cosa que va fer recomanable configurar-lo com un préstec.

El disseny d'un recurs financer que conjuguésses totes dues posicions requeria dotar-lo amb una armadura legal que justificués la proximitat d'aquest préstec als recursos propis. Per això, es va assimilar la seva rendibilitat a la del capital social en vincular-la a l'activitat de l'empresa i, consegüentment, es va aproximar el seu risc al dels fons propis per subordinació a la resta de creditors.

D'aquesta manera s'aconseguiria l'objectiu de satisfer les necessitats de finançament per empreses especialment vulnerables a causa de la mida o d'un desajust patrimonial, cosa que entenem que justifica plenament la consideració de patrimoni comptable que té aquest préstec. És més, considerem que el legislador ha resolt, d'una manera impecable, la regulació d'un instrument destinat a cobrir el buit existent en l'oferta de productes financers.

Tanmateix, no hem d'oblidar que el préstec participatiu és un recurs aliè i, com a tal, la seva remuneració és deduïble de la base imposable de l'impost sobre societats.

8.2 Consideracions comptables del préstec participatiu

El Pla general de comptabilitat no fa cap esment al préstec participatiu. Això obliga a adreçar-se a organismes experts en comptabilitat com ara l'ICAC i l'AECA, que reconeixen la naturalesa de deute del préstec participatiu i estableixen la seva comptabilització entre els passius financers de l'entitat prestatària. De la mateixa manera es pronuncia la quarta Directiva del Consell relativa a la comptabilització dels préstecs subordinats.

En definitiva, no hi ha cap recomanació comptable que estableixi una partida separada per a aquests préstecs dins de l'agrupació de passiu exigible.

No obstant això, la capacitat d'aquest préstec per absorbir pèrdues confereix a la prestatària un avantatge afegit, derivat de la seva integració en el patrimoni comptable a l'efecte de disminució de capital i dissolució de societats. Aquesta condició permet a l'empresa disposar d'un temps addicional durant el qual pot remuntar el seu desequilibri patrimonial i evitar les implicacions provocades per greus pèrdues.

Aquesta propietat important converteix el préstec participatiu en un recurs aliè d'envergadura i, per això, entenem que seria recomanable comptabilitzar el préstec participatiu en una partida separada de la resta d'obligacions de la prestatària, per identificar fàcilment el seu còmput com a patrimoni comptable.

Així mateix, la subordinació imprimeix a aquest préstec capacitat per disminuir la ràtio d'endeutament financer, cosa que també converteix en recomanable el seu registre separat perquè la determinació de la ràtio esmentada sigui fàcil d'observar.

8.3

Implicacions fiscals del préstec participatiu

El préstec participatiu és un préstec amb caràcter general, malgrat que tingui capacitat per absorbir pèrdues en determinades situacions. La seva naturalesa de deute comporta un tractament fiscal idèntic al dels préstecs ordinaris, tant en els impostos directes com en els indirectes.

No obstant això, aquest préstec presenta un aspecte diferencial en l'entorn de les operacions vinculades, ja que l'ampli rang en què es mouen els seus preus de mercat provoca la inexistència d'un valor aproximat que pugui prendre's com a referència per avaluar fiscalment aquestes operacions. Aquesta carència permet recórrer als ajustos que, si escau, realitza l'Administració tributària respecte de la remuneració del préstec participatiu en les operacions vinculades.

Així mateix, la seva consideració de patrimoni comptable permet a l'empresa prestatària immersa en un grup de consolidació fiscal, i afectada per una situació de greus pèrdues que l'exclouin del grup consolidable, sanejar el seu desequilibri i integrar aquestes pèrdues en el resultat consolidat, de manera que el grup es pugui beneficiar de l'estalvi fiscal corresponent.

Evidentment, el mateix efecte es produiria amb una ampliació de capital, però, en aquest cas, s'hauria de desemborsar l'impost sobre operacions societàries de l'1 % del capital que s'amplia i, a més a més, els dividendes no serien deduïbles.

En definitiva, el préstec participatiu permet, a més de l'estalvi impositiu provocat per la deduïbilitat de la seva remuneració, aprofitar-se dels mateixos efectes fiscals que té una ampliació de capital davant d'una situació de pèrdues, cosa que el converteix en un finançament especialment interessant per a les empreses que pertanyen a un grup de consolidació, gràcies als avantatges multilaterals innegables que presenta aquest instrument.

8.4

El préstec participatiu en la Llei concursal

Malgrat que el préstec participatiu és cada cop més utilitzat en l'àmbit del finançament empresarial, la Llei concursal no reconeix expressament aquesta figura i, en conseqüència, no li dedica un tractament exclusiu en el concurs de creditors.

No obstant això, la Llei concursal estableix un tractament específic per als crèdits subordinats. Per tant, en l'àmbit concursal, i atès el rang subordinat del préstec participatiu, aquest instrument es regula indirectament a través de les referències relatives als deutes subordinats previstos en la Llei concursal.

La regulació diferent que sotmet el préstec participatiu en el concurs l'afecta fins i tot abans de decidir-se la liquidació, ja que els creditors subordinats tenen suprimit el dret a vot a la junta. Aquesta supressió garanteix que la solució del concurs no es trobi contaminada pels interessos dels creditors propers als propietaris de l'empresa concursada.

Si la junta aprova la continuïtat de l'empresa i el conveni conté quitaments i esperes, llavors els préstecs participatius, com a crèdits subordinats, estan sotmesos als mateixos quitaments i les mateixes esperes que els deutes ordinaris. La particularitat rau en el fet que els terminis d'espera dels deutes subordinats es computen a partir del compliment íntegre del conveni respecte dels crèdits ordinaris. En definitiva, el pagament dels deutes subordinats queda postergat al dels ordinaris, fins i tot en una situació de continuïtat empresarial, i amb això la Llei és estrictament conseqüent amb el concepte de *subordinació*.

En canvi, si la junta decideix la liquidació de l'empresa concursada, les possibilitats de recuperar el deute participatiu són pràcticament inexistent, fins i tot si es

troba cobert mitjançant garanties, ja que a aquestes garanties els manca totalment eficàcia en el procés concursal, perquè no eviten la subordinació.

Tanmateix, la Llei concursal ha ampliat el conjunt de crèdits considerats subordinats en incorporar crèdits tipificats com a ordinaris en l'antiga normativa. A més a més, en l'ordre de prelación, ha situat aquests nous crèdits subordinats per darrere dels préstecs participatius. Com a conseqüència d'això, el finançament participatiu ha relaxat la seva subordinació, atès que ja no es posiciona just per davant dels propietaris i, amb això, incrementa les seves possibilitats de cobrament quan, excepcionalment, quedi sobrant després d'haver satisfet els creditors ordinaris.

Malgrat tot això, és precisament en l'entorn concursal on el préstec participatiu adquireix protagonisme, ja que despunta com el finançament d'elecció en els plans de viabilitat empresarial, com a conseqüència de les seves pròpies característiques legals i financeres, és a dir, del termini dilatat, del període prolongat de carència i de la remuneració adaptativa a l'evolució empresarial, cosa que permet un alleujament financer important durant el termini necessari per recuperar el negoci en les empreses amb expectatives clares d'èxit.

8.5 El mercat dels préstecs participatius

Malgrat que es tracti d'un instrument relativament nou, el mercat de préstecs participatius està assistint a un ràpid procés de consolidació, desenvolupat especialment per les entitats vinculades a l'Administració, dedicades al suport a les pimes, i per les societats de capital risc.

Les característiques financeres dels préstecs participatius pel que fa al preu i al termini es mouen dins d'un rang molt ampli segons els tipus de prestadors. Tanmateix, el tret que diferencia bàsicament els diferents grups de finançadors es troba en la variable empresarial presa com a referència per determinar l'interès del préstec, ja que, mentre les entitats vinculades a l'Administració trien generalment el benefici com a paràmetre determinant, les societats de capital risc es decanten normalment per la xifra de vendes.

En qualsevol cas, les entitats finançadores comparteixen un mateix criteri, ja que totes entenen que el préstec no ha d'interferir en els objectius de creixement de l'empresa, ni ha d'estrangular la seva capacitat per generar resultats. Per aquest motiu, els prestadors solen adaptar el termini del préstec al període de recuperació del projecte finançat i, a més a més, solen incloure un termini de carència que respecti el període d'arrencada de la inversió. A la devolució sincronitzada amb la generació econòmica esperada, els prestadors hi afegeixen una remuneració vinculada a l'evolució positiva o negativa de l'empresa i, mitjançant aquesta conjunció, dissenyen personalitzadament un finançament per a cada operació que permeti preservar el desenvolupament empresarial.

Aquesta visió particular que tenen els prestadors participatius sorgeix a partir de les condicions legals particulars d'aquest instrument, la subordinació del qual genera un risc elevat, i la rendibilitat del qual està lligada a l'evolució de la prestatària, cosa que porta els prestadors participatius a posicionar-se com a socis econòmics de l'empresa finançada. Aquesta posició justifica les cauteles contractuals relatives a l'exigència d'informació periòdica sobre els estats financers auditats, els pressupostos i les decisions estratègiques de la prestatària, cosa que aporta un valor afegit al préstec per l'acompanyament que fa el prestador, qui, en definitiva, comparteix els mateixos interessos que la societat finançada.

Malgrat que les entitats finançadores dirigeixen els seus préstecs especialment a empreses en fase de desenvolupament i expansió, últimament estan apareixent en el mercat d'aquests préstecs entitats dedicades exclusivament a finançar empreses en fase d'arrencada, com ara el CIDEM. Totes aquestes entitats estan contribuint a la maduració d'un mercat que, malgrat que té pocs anys d'existència, aposta pel préstec participatiu com a instrument de veritable suport financer i patrimonial, adreçat especialment a les pimes.

8.6 Anàlisi financera

El risc important que hi ha en aquests préstecs, paral·lel al dels recursos propis, en condiciona la rendibilitat esperada. En conseqüència, els prestadors participatius busquen una remuneració elevada com a compensació del risc que assumeixen en l'operació.

En aquest context, ens trobem amb dos criteris bàsics de determinació de l'interès. El primer i més utilitzat, basat en el benefici, emprà fórmules de càlcul similars a la de la rendibilitat financera o dels fons propis i, d'aquesta manera, imprimeix la seva condició de *quasisoci* de la prestatària. Amb aquest criteri s'aconsegueix ajustar perfectament la rendibilitat del préstec al risc suportat, ja que la subordinació aporta al finançament participatiu un risc similar al dels fons propis.

Tanmateix, hi ha prestadors que prefereixen aplicar un criteri de càlcul de l'interès independent de l'obtenció de resultats, com pot ser la xifra de negoci. D'aquesta manera s'asseguren una certa rendibilitat, fins i tot en el cas d'una evolució desfavorable de l'empresa que provoqui beneficis escassos o fins i tot pèrdues.

En qualsevol cas, la remuneració s'adapta a l'evolució de l'empresa, sense extorquir la seva capacitat econòmica. A més a més, totes les entitats finançadores solen establir contractualment un límit a l'interès, per evitar una remuneració que pugui ser qualificada d'usurera, ja que no es pot oblidar que aquest instrument, tot i ser proper als fons propis, és un préstec.

Finalment, és important destacar que, amb independència del criteri de valoració utilitzat, el préstec participatiu és, per les seves condicions financeres i legals especials, un instrument que millora substancialment les variables més representatives de l'empresa, com són la ràtio d'endeutament, el fons de maniobra, el resultat net i la liquiditat. Per tot això, es pot afirmar que el préstec participatiu no es limita a cobrir el finançament que requereixen les inversions empresarials, ja que, a més a més, contribueixen a materialitzar els objectius del pla estratègic.

Anàlisi comparativa davant d'altres figures de finançament

8.7

L'estudi comparatiu del préstec participatiu davant dels préstecs ordinaris i el capital risc presenta alguns avantatges importants a favor del finançament participatiu com a conseqüència de les seves característiques legals i financeres, capaces d'aconseguir que aquest préstec incorpori els millors aspectes de cadascun dels instruments de comparació.

D'aquesta manera, el préstec participatiu, que es diferencia bàsicament de l'ordinari en la seva capacitat per absorbir pèrdues, aconsegueix retardar el reconeixement d'una possible fallida, cosa que proporciona un temps addicional durant el qual l'empresa pot remuntar la seva situació. A més d'aquesta conseqüència important, la subordinació d'aquesta figura dona lloc al fet que les entitats de crèdit considerin el préstec participatiu, en la pràctica, com un recurs propi a l'efecte de determinar la ràtio d'endeutament financer, cosa que amplia la capacitat d'endeutament i de negociació de les empreses finançades amb un préstec participatiu, amb un reflex evident en la seva capacitat d'inversió i creixement.

És més, el préstec participatiu no sol exigir garanties, per la qual cosa allibera i amplia la capacitat empresarial per oferir cobertures amb què es puguin garantir altres deutes que sí que les requereixin i, en aquest sentit, torna a incrementar la capacitat d'endeutament ordinari.

Quant a les condicions de preu i termini, el participatiu optimitza, davant de l'ordinari, tant la remuneració com la devolució del deute, ja que aconsegueix terminis més amplis amb períodes prolongats de carència, i una remuneració que respecta la situació empresarial per vincular-la a aquesta remuneració; en definitiva, és una remuneració que no resulta independent de l'evolució econòmica de l'empre-

sa, però que comporta els mateixos avantatges, ja que també és deduïble de l'impost sobre societats.

Precisament és la deduïbilitat d'interessos el tret més avantatjós que el distingeix del capital risc, a més d'evitar l'impost sobre operacions societàries de l'1 % del capital que s'amplia quan l'empresa es finança amb capital risc. Així mateix, també eludeix el cost i els inconvenients que implica la valoració de l'empresa quan es produeix la desinversió dels socis arriscats. Finalment, la societat finançada amb un préstec participatiu no es troba sotmesa a l'amenaça de l'entrada de socis hostils, com passa quan es produeix la desinversió en el capital risc.

Com a conclusió final, és important assenyalar que, tot i que sovint s'ha presentat el préstec participatiu com un finançament alternatiu, considerem que aquest instrument té el seu propi calat en els requeriments financers de l'empresa. De la mateixa manera que les necessitats de finançament de circulat es cobreixen, generalment, amb pòlissa i descompte, i les inversions concretes d'immobilitzat, amb lísing i préstecs bancaris, els projectes integrals d'inversió necessaris per posar en marxa una empresa o per expansionar-la s'haurien de finançar preferentment amb préstecs participatius, ja que les seves condicions financeres especials s'adapten perfectament a la maduració del projecte finançat, alhora que milloren les estructures empresarials, com es pot constatar a través de l'anàlisi de les ràtios més representatives.

En definitiva, no s'hauria de considerar el préstec participatiu com un finançament alternatiu, sinó com un finançament d'elecció per a determinades inversions i, paral·lelament, per a situacions empresarials concretes on, a més a més, es requereixi un suport patrimonial.

9

Referències
bibliogràfiques



9.1 Bibliografia

Berstein, L. A. (1997): *Análisis de estados financieros. Teoría, aplicación e interpretación*. Primera edició en castellà. Editorial McGraw-Hill, Mèxic.

Broseta, M. (1984): «Régimen de los préstamos participativos (El artículo 11 del Real Decreto-ley 8/1983, de 30 de noviembre, de Reconversión y Reindustrialización)». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Abril-juny.

Bustos Contell, E. (2002): *Préstamo participativo. Instrumento de financiación de las Pymes*. Editat per AECA en col·laboració amb ENISA.

Cazorla, L.; López, M. (2000): «Los conflictos de intereses y las relaciones de agencia generados por los contratos de préstamos participativos en la pequeña y mediana empresa». *Actualidad Financiera*. Setembre, p. 19-34.

Colino, J. L. (1998): «Reflejo y alcance contable de las deudas subordinadas». *Revista de Derecho de Sociedades*. Núm. 6 (10), p. 473-490.

Del Barrio Zamora, E. (1998): «Préstamo participativo». *Banca & Finanzas. Especial 3^{er} Foro de Finanzas*. Núm. 37 (octubre), p. 46-50.

Domínguez, J. L. (1998): «Los préstamos participativos». *Partida Doble*. Núm. 87 (març), p. 20-27.

Durán, J. J. (1992): *Economía y dirección financiera de la empresa*. Capítols 11 i 14. Editorial Pirámide. Madrid.

Echeberria Monteberría, J. J. (1996): «Préstamo participativo. La experiencia de Luzaro». *Cuadernos de Información Económica*. Núm. 109 (abril), p. 87-92.

Ferrando, M. (1991): *Dirección financiera de la empresa*. Coordinat i dirigit per Fernández Blanco, M. Capítol 23. Editorial Pirámide, Madrid.

García, J.; Cáceres, R. M.; Maroto, O. (1999): «Préstamos participativos: análisis financiero». *Actualidad Financiera*. Núm. monogràfic / 4t trimestre, p. 3-17.

García Fronti, I.; Navazo Ruiz, J. (2000): «Acciones rescatables: Aspectos legales y contables». *Partida Doble*. Núm. 112 (juny), p. 4-15.

García Mandaloniz, M. (2001): «Los préstamos participativos y la deuda subordinada entre los créditos subordinados del artículo 91.2 de la futura Ley Concursal». *Cuadernos de Derecho y Comercio*. Desembre, p. 143-177.

García Villaverde, R. (1997): «Créditos participativos». *Revista de Derecho de Sociedades*. Núm. 5 (9), p. 13-24.

Garrido Pulido, T.; Sánchez Andujar S. (2002): «Análisis financiero e implicaciones contables de la Resolución del ICAC sobre reducción de capital y disolución de sociedades: especial referencia a los préstamos participativos». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 11, núm. 1, p. 51-66.

Giner, Y.; Muriel, M. J.; Toledano, F. J. (1997): «Ventajas e inconvenientes del préstamo participativo». *Estrategia Financiera*. Núm. 126 (febrer), p. 15-18.

Gómez Martín, F. (2005): «Aspectos contables de la Ley Concursal (I) y (II)». *El Auditor*. Núm. 21, p. 33-44, i núm. 22, p. 26-46, respectivament.

Jordá Pempelonne, A. (1999): «Construir un negocio de éxito en Internet». *Boletín ICE Económico: Información Comercial Española*. Núm. 2632 (octubre 25-31), p. 1-8.

Larriba Díaz-Zorita, A. (1997): «Determinación contable del patrimonio». *Revista de contabilidad y tributación*. Núm. 169 (abril), p. 187-206.

Lombard, E. (1982): «La logique financière des prêts participatifs». *Banque*. Núm. 13 (gener), p. 74-77.

López, M., Lorenzana, T.; Cazorla, L. (2001): «Selección de las variables determinantes de las cuotas de interés en los préstamos participativos mediante números borrosos». *Actualidad Financiera*. Núm. VI (11, noviembre), p. 25-40.

Lorenzana, T., Cazorla, L.; López, M. (2003): «Toma de decisiones en las operaciones de préstamo participativo utilizando lógica borrosa». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 12, núm. 2, p. 107-126.

Marrero, J. L. (1998): «1.ª Ponencia Financiación». *Información Comercial Española*. Núm. 771 (juny), p. 21-29.

Martí Pellón, J. (2000): *El capital inversión en España, 1999 (Capital riesgo y capital desarrollo)*. Editorial Civitas, Madrid.

Martín Berzal, C. (1999): «Adquisiciones apalancadas (Leveraged Buy Outs)». *Estrategia Financiera*. Núm. 149 (març), p. 30-36.

Martín Pascual, C. (2002): *Fiscalidad de las entidades e instrumentos de financiación de Pyme*. Capítulo 4. Editorial Civitas, Madrid.

Martín Rodríguez, M. (1995): «El sistema financiero y la financiación de la Pyme». *Papeles de Economía Española*. Núm. 65, p. 235-240.

Palá, E. (1998): «Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico». *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Any XVII, abril-juny, p. 457-476.

Rodríguez, J.; Nadal, B. (1997): «Los préstamos participativos (Análisis del artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio)». *Crónica Tributaria*. Núm. 82-83, p. 261-272.

Tejada Fernández, R. (2004): «Implicaciones fiscales y mercantiles de los préstamos participativos». *Estrategia Financiera*. Núm. 209 (setembre), p. 70-74.

9.2 Pàgines web consultades

<http://www.aeca.es>

<http://agenciatributaria.es>

<http://www.ascr.org>

<http://www.bde.es>

<http://www.cidem.com>

<http://www.cnmv.es>

<http://www.enisa.es>

<http://www.icac.meh.es>

<http://www.meh.es>

Oficina central

Pg. de Gràcia, 129
08008 Barcelona
Tel. 93 476 72 00
Fax 93 476 73 00
info@cidem.gencat.net
www.cidem.com

Xarxa Territorial del CIDEM a Catalunya

Delegació Bages
Av. Bases de Manresa, 1
Edifici CTM - Centre Tecnològic
08242 Manresa
Tel. 93 877 73 79
Fax 93 877 73 74
manresa@cidem.gencat.net

Delegació Berguedà
C/ Barcelona, 49 3r
08600 Berga
Tel. 93 821 35 53
Fax 93 822 09 55
berga@cidem.gencat.net

Delegació Girona
C/ Migdia, 50-52
17003 Girona
Tel. 972 94 01 20
Fax 972 94 01 64
girona@cidem.gencat.net

Delegació Lleida
Av. Segre, 7
25007 Lleida
Tel. 973 72 80 00
Fax 973 22 19 58
lleida@cidem.gencat.net

Delegació Tarragona
C/ Pompeu Fabra, 1
43004 Tarragona
Tel. 977 25 17 17
Fax 977 25 17 10
tarragona@cidem.gencat.net

Delegació Terres de l'Ebre
C/ de la Rosa, 9
43500 Tortosa
Tel. 977 44 93 33
Fax 977 44 95 75
tortosa@cidem.gencat.net

