

Mercado de los préstamos participativos Características y análisis financiero

Autora de la Monografía AECA "Préstamo participativo. Instrumento de financiación para las Pymes"

Elisabeth Bustos Contell

Universidad de Valencia

Pese a que los análisis económicos se han sustentado fundamentalmente en las grandes empresas y han relegado a las Pymes convirtiéndolas en las grandes ausentes, estas últimas suponen el soporte del tejido empresarial de cualquier país desarrollado, pues tal y como demuestran los datos extraídos del Instituto Nacional de Estadística, el 85% de las empresas españolas son pequeñas, representando las medianas el 14%. Ambas suman el 99% sobre el total de empresas. Estas cifras, que pueden hacerse extensivas a cualquier país de nuestro entorno económico, dan idea del notable peso que ocupan las Pymes en la economía (y por extrapolación en el sustento del empleo) de nuestro territorio.

Como contrapunto, tradicionalmente las Pymes han soportado una restricción patente en las vías de acceso al mercado de capitales, esto es, en la financiación a largo plazo para realizar sus inversiones, lo que les hace prácticamente cautivas de la financiación bancaria y, evidentemente, más vulnerables a los vaivenes económicos.

Como respuesta a las limitaciones financieras que soportan las Pymes, en los últimos años han aparecido diversos instrumentos de financiación alternativos dirigidos a proteger la continuidad y el desarrollo de estas empresas. Quizá el más desconocidos de todos ellos sea el préstamo participativo. Por ello este artículo, extraído del libro Préstamo participativo. Instrumento de financiación de las Pymes, se propone divulgar esta interesante figura, así como dar a conocer la situación actual del mercado de estos préstamos, estrecho todavía debido quizá al desconocimiento de este versátil instrumento, que empieza a despuntar en nuestro panorama financiero pues cubre un nicho de mercado desatendido por otras fuentes de financiación.

Definición legal del préstamo participativo

Aunque el préstamo participativo es básicamente una operación de préstamo, sus singulares características legales y financieras lo convierten en una figura difuminada entre los recursos propios y los recursos ajenos, enmarcada en la denominada financiación de entresuelo (mezzanine financing). Para entender este instrumento de financiación creemos conveniente analizar previamente su definición legal, establecida en el Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio (modificado por la disposición adicional segunda de la Ley 10/1996, de 18 de diciembre), del que hemos extraído lo siguiente:

Se considerarán préstamos participativos aquellos que tengan las siguientes características:

- El interés del préstamo se compone de una parte "variable", en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria (la ley no impone ningún criterio para determinar la evolución de la actividad empresarial, y se limita a sugerir los siguientes: beneficio neto, cifra de ventas, y patrimonio total); y además, podrá contener una parte "fija" independiente de la evolución de la actividad empresarial.
- En el caso de amortización anticipada, el prestatario deberá incrementar sus fondos propios en la misma cantidad que amortiza el préstamo, sin que dicha ampliación proceda de la actualización de activos.
- Los préstamos participativos tienen consideración de deuda subordinada y por ello, en el orden de prelación de créditos se situarán por detrás de los acreedores comunes.
- A efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades como consecuencia de pérdidas, los préstamos participativos tendrán la consideración de patrimonio contable¹.
- Los intereses devengados se considerarán deducibles en el Impuesto sobre Sociedades.

Tras la definición que la ley establece del préstamo participativo, podemos observar cómo este instrumento concebido como un exigible (y así aparece en el balance de la empresa deudora), ofrece

una remuneración relacionada con la evolución empresarial de forma similar a como ocurre con los dividendos, esto es, asimilable a un pseudodividendo. Paralelamente y dada la naturaleza subordinada de este préstamo, el acreedor participativo asumirá en situaciones concursales un riesgo próximo al del propietario de la sociedad financiada.

Por todo lo anterior, podría decirse que el prestamista participativo se comporta, en la esfera del binomio rentabilidad/riesgo, como un cuasisocio y en consecuencia, resulta coherente que en situaciones empresariales desfavorables, este préstamo traspase la frontera de los recursos ajenos y reemplace su posición por la de recurso propio, integrándose en el patrimonio empresarial.

Concretando, el préstamo participativo tendrá consideración de deuda mientras la empresa evolucione favorablemente. Sin embargo, en situaciones cercanas a la quiebra, el préstamo participativo se considerará patrimonio contable, ampliando la capacidad patrimonial de la empresa para absorber pérdidas.

Análisis del Mercado de préstamos participativos

Los préstamos participativos son concedidos en la actualidad por entidades vinculadas a la Administración (de capital público o mixto) y por Sociedades de Capital Riesgo. Entre las sociedades de capital público o semipúblico se encuentran las siguientes:

- **Empresa Nacional de Innovación S.A., ENISA:** sociedad anónima de capital público cuyo objeto es la concesión de préstamos participativos en el ámbito nacional.
- **LUZARO E.F.C., S.A.:** establecimiento financiero de crédito constituido por capital mixto, cuyo objeto es la concesión de préstamos participativos a empresas instaladas en el País Vasco.
- **Grupo SODI:** Organización de Sociedades de Inversión Financiera y de Servicios Empresariales (de capital mixto), integrada a su vez en la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) cuyo objeto es financiar, mediante una combinación de diversos instrumentos, a empresas instaladas en aquellas Comunidades Autónomas donde estén ubicadas.
- **Compañía Española de Financiación del Desarrollo, COFIDES, S.A.:** sociedad anónima de capital mixto que canaliza subvenciones retornables en forma de paquetes formados por participaciones en capital, préstamos participativos, convertibles y ordinarios. Esta sociedad sólo financia inversiones de empresas españolas en países emergentes.

La mayoría de sociedades prestamistas que existen actualmente no suelen conceder préstamos participativos puros, sino incluidos en un paquete de productos financieros, siendo ENISA la única sociedad que concede financiación participativa pura a escala nacional. Combinar préstamos participativos y participación en capital es una opción muy utilizada por las Sociedades de Capital Riesgo, pues de esta forma aseguran, de forma periódica, parte de la rentabilidad esperada en su inversión al cobrar los intereses devengados por el préstamo.

Los criterios de concesión del préstamo son, salvo matices, comunes a todo tipo de sociedades prestamistas y así, los préstamos participativos se conceden a empresas que cumplan las siguientes condiciones:

1. Que sean Pymes según la definición de la Unión Europea (las Sociedades de Capital Riesgo sólo exigen que sean empresas no cotizadas en el Primer Mercado de la Bolsa de Valores).
2. Que necesiten financiar un proyecto de inversión integral, estratégico y rentable.
3. Que estén dirigidas por un equipo gestor competente.
4. Que tengan unos fondos propios superiores al préstamo que se solicita.
5. Que tengan sus estados financieros auditados.

Respecto a las **características financieras** de estos préstamos, éstas variarán según la entidad prestamista y, de esta manera, es fácil suponer que las condiciones exigidas por los prestamistas públicos o semipúblicos serán más ventajosas que las exigidas por las Sociedades de Capital Riesgo. Sin embargo, y con independencia de la entidad concedente, los préstamos participativos comparten las siguientes características financieras básicas:

Importe: suele ser elevado, pues oscila entre 100.000 y 1.000.000 de euros². La magnitud de este importe queda justificada por la finalidad del préstamo, pues con él se financian proyectos de inversión. Cabe resaltar la relevancia que puede tener la obtención de un préstamo de este volumen para una Pyme.

Duración: disfrutan de un horizonte temporal dilatado, que suele oscilar entre 5 y 10 años³. Esta larga duración permite que el proyecto financiado madure y genere beneficios, maximizando de esta manera el interés participativo a cobrar por la entidad prestamista.

Período de carencia: otra característica de estos préstamos es el largo período de carencia que incorporan, durante el cual la empresa prestataria únicamente abonará los intereses sin desembolsar cuantía alguna en concepto de devolución del principal, lo que permite al prestatario un desahogo financiero. En ocasiones, este período coincide con el vencimiento final del préstamo aunque, habitualmente, la carencia no suele sobrepasar los 4 años.

Interés: en cuanto al interés devengado por estos préstamos, se compone de dos tramos:

- Un tramo o interés fijo que se corresponde con el interés mínimo pactado, y en la práctica está referenciado al EURIBOR o al MIBOR más un diferencial que suele ser inferior al de mercado. Este interés se suele pagar con una periodicidad inferior a la anual. Dado que en realidad no se trata de un interés de tipo fijo, podría ser denominado interés mínimo (García et al., 1999)
- El segundo componente del interés es el tramo o interés variable, aplicable en función de la evolución de la empresa y pagadero a año vencido, una vez que los resultados empresariales auditados son conocidos. Nótese la ventaja que supone para una empresa diferir a un año y a coste cero el pago de una parte del interés. Dado que este tramo del interés “participa” de la evolución de la empresa, podría denominarse interés participativo (García et al., 1999). Algunas entidades aplican un límite al interés participativo para evitar que éste se dispare en caso de ejercicios excelentes de la empresa prestataria.

Por otra parte, cabe señalar **otras características** que presentan los préstamos participativos derivadas de la singularidad de esta figura y de la política de las distintas entidades concedentes:

Garantías: en cuanto a la exigencia de garantías, no existe un criterio uniforme entre las entidades prestamistas, pues ENISA no las exige habitualmente. Sin embargo, el resto de entidades sí las demandan como condición a la concesión del préstamo, aunque siempre externas a la sociedad financiada. No obstante lo anterior, todas las entidades, basándose en el principio de riesgo compartido, exigen unos fondos propios de la empresa prestataria superiores al préstamo solicitado como una forma de garantía relativa, pues de esta manera el prestamista participativo asume, como máximo, el mismo riesgo que la sociedad financiada.

Nivel de endeudamiento: otra cuestión a resaltar es la irrelevancia del nivel de endeudamiento de la empresa tomadora y así, se han llegado a conceder préstamos con un ratio de deudas sobre el pasivo total superior al 95%. Esta situación contrasta con los préstamos ordinarios, pues los bancos actúan bajo unos criterios de prudencia tales que hacen imposible conseguir financiación en estas condiciones.

Cláusulas contractuales: los contratos de estos préstamos suelen incluir determinadas cautelas con el objetivo de atenuar los problemas de agencia derivados de sus peculiares características. En el cuadro 1 se muestran las obligaciones que se establecen contractualmente para el prestatario, así como los derechos para el prestamista.

CUADRO 1. Obligaciones formales del prestatario y derechos del prestamista

Obligaciones del prestatario

- Elaborar informes trimestrales.
- Elaborar un presupuesto antes del inicio de cada ejercicio.
- Realizar anualmente una auditoría.
- Crear una reserva de préstamos participativos y dotarla anualmente con cargo a la parte de beneficios que se establezca en el contrato.

Derechos del prestamista

- Asistencia a la junta general de la empresa prestataria, con voz y sin voto
- Visita semestral a la sociedad deudora.

Como resumen de las condiciones financieras de estos préstamos, creemos interesante mostrar el cuadro 2 que contiene las características de los préstamos ofrecidos por ENISA, entidad que tomaremos como referente puesto que, como hemos comentado previamente, es la única que concede préstamos participativos aislados de otros instrumentos a nivel nacional.

CUADRO 2. Préstamo participativo de ENISA: condiciones financieras

Titular	PYME.	Tipo de interés mínimo:	En función del EURIBOR a un año, revisable anualmente, más un diferencial que oscila entre 0% y 2% (medio de 0,24%).
Importe:	Entre 301 y 901 miles de euros (entre 50 y 150 millones de pesetas, con una media de 101 mill.)	Liquidación:	Trimestral.
Plazo:	Entre 5 y 10 años (con una media de 6,8 años).	Tipo de interés participativo:	Entre 3 y 6 puntos porcentuales adicionales (en función de la rentabilidad de la empresa) y con un techo del 6 %.
Carencia:	Entre 3 y 8 años (con una media de 4,5 años).	Liquidación:	Anual, a los 15 días de la aprobación de las Cuentas Anuales.
Formalización:	Contrato intervenido por fedatario público.	Comisión de apertura:	0,5%
Garantías:	No se exigen	Amortización anticipada:	Sujeta a incremento de fondos propios en igual cuantía y con cláusula de compensación
Exigibilidad:	Subordinada	Comisión de amortización anticipada:	2%.

Variables utilizadas por el Mercado para determinar el interés del préstamo participativo

Dado que la ley concede al prestamista la elección del criterio a aplicar para determinar el tramo participativo del interés, cualquier variable empresarial sería válida para calcular la remuneración del préstamo. No obstante, actualmente el mercado utiliza únicamente dos magnitudes para determinar dicha

remuneración: la cifra de ventas y el beneficio de la sociedad deudora.

La **cifra de ventas** es el método aplicado por la mayoría de Sociedades de Capital Riesgo, pues prefieren independizar su rentabilidad de la obtención de beneficios de la sociedad deudora y asegurar su remuneración aún en el caso de pérdidas de la prestataria. Como consecuencia, la elección de este criterio puede provocar serias dificultades en la empresa tomadora, que se verán agravadas en el caso de que no se imponga un límite al tipo de interés. Para evitar estrangulamientos empresariales derivados de intereses excesivos, determinadas Sociedades de Capital Riesgo, además de imponer un límite al interés, eliminan el tramo mínimo y sólo aplican el tramo participativo, calculando por tanto el interés total del préstamo en función del volumen de negocio⁴.

Para determinar el interés en función de las ventas, las Sociedades de Capital Riesgo aplican simplemente un porcentaje sobre las mismas. Sin embargo, este método resulta criticable desde el punto de vista financiero puesto que el interés no queda relacionado con el capital pendiente.

En este sentido, en el libro del que se ha extraído el presente artículo, se propone un procedimiento de cálculo modificado sobre el propuesto por **García Boza** y col. (1999), para determinar la cuota de interés participativo en función de la deuda viva.

En cuanto a la elección del **beneficio** como criterio para determinar el interés participativo, esta variable puede plantear problemas de agencia derivados de la capacidad que tiene la sociedad financiada para intervenir en la determinación de su resultado⁵. Pese a ello, la práctica totalidad de entidades concedentes no privadas han optado por utilizar como referencia el beneficio antes de impuestos con el objetivo de proteger la continuidad de las Pymes tomadoras, pues de esta manera se evita que éstas tengan que afrontar el pago de una elevada remuneración durante los ejercicios difíciles. Así, en el caso de beneficios negativos, nulos o insuficientes, la prestataria únicamente abonará el interés mínimo (inferior al de mercado) y no pagará retribución alguna en concepto de interés participativo.

Por todo lo anterior, se puede concluir que el préstamo participativo permite adecuar el pago de una parte del interés a la situación económica de la empresa prestataria.

Análisis del interés del préstamo participativo en función de los beneficios

Si desde una perspectiva financiera tenemos en cuenta que el interés de cualquier préstamo se calcula sobre el capital pendiente, se precisará una expresión matemática que se ajuste al criterio financiero de forma impecable y permita calcular el interés en función tanto del beneficio empresarial, como de la deuda viva del préstamo participativo.

Un método sometido a estas condiciones es el utilizado por ENISA (y por todos aquellos prestamistas que utilizan el beneficio como magnitud de referencia). Por ello, consideramos interesante analizar la expresión utilizada por esta entidad para determinar el interés total exigible y, tras deducir la parte mínima del interés, para calcular por diferencias el tipo nominal anual al que se efectuará la liquidación del tramo participativo.

$$RFPP = \frac{BAT + \text{INTERESES DEL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO}}{FP \text{ MEDIOS} + \text{PRÉSTAMO PARTICIPATIVO MEDIO}}$$

Donde:

RFPP: rentabilidad financiera del préstamo participativo o tipo de interés anual total exigido a la empresa prestataria. BAT: beneficio después de intereses y antes de impuestos, según auditoría.

INTERESES DEL PRÉSTAMO PARTICIPATIVO: intereses mínimos abonados durante el ejercicio.

FP MEDIOS: fondos propios medios o media ponderada de los fondos propios auditados según el tiempo de permanencia de éstos a lo largo del ejercicio, dado que los fondos propios pueden variar en el caso de incremento de reservas, capitalización de beneficios, ampliaciones o disminuciones de capital social. PRÉSTAMO PARTICIPATIVO MEDIO: también es una media ponderada por el tiempo de permanencia del capital vivo a lo largo del ejercicio.

Mediante la expresión de la RFPP, ENISA calcula, tras conocer las Cuentas Anuales, el tipo de interés anual exigido al préstamo para cada ejercicio económico y además, vincula la rentabilidad del préstamo participativo con los beneficios empresariales y con el capital pendiente.

Tras considerar la determinación del tipo de interés participativo, queda por analizar la peculiar forma de devolución de este instrumento financiero. Así pues, el prestatario abonará las cuotas del préstamo según la periodicidad pactada, que incluirán el tramo mínimo del interés. Además, anualmente y tras conocerse el resultado auditado, deberá abonar el tramo participativo según la diferencia obtenida entre la RFPP de la expresión anterior y el tipo mínimo ya liquidado. Dicha diferencia se aplicará sobre el capital pendiente medio ponderado del ejercicio para determinar el interés participativo pendiente de abonar. Es de destacar que ENISA no aplica la práctica bancaria habitual del redondeo al cuarto de punto superior, evitando un incremento gratuito del coste.

Por otra parte, resulta interesante señalar la ventaja que supone establecer un límite al tipo de interés, pues además de impedir que se dispare el coste del préstamo en el caso de beneficios abultados de la sociedad deudora, permite determinar a priori el intervalo en que se moverá el coste de dicha financiación. Así, en el caso de ENISA, que aplica un tipo mínimo referenciado al EURIBOR más un diferencial medio del 0,24%, y un tipo participativo con un techo del 6%, el interés efectivo se contiene en los siguientes límites:

Interés Efectivo Mínimo = EURIBOR + diferencial

Interés Efectivo Máximo = EURIBOR + diferencial + 6%

(NOTA: para calcular el interés efectivo, el EURIBOR se deberá convertir previamente en un tipo anual mediante la relación de equivalencia financiera).

En cuanto a la determinación del coste real, además de incluir los intereses, las comisiones y los gastos de formalización del préstamo, deberá reflejar otro gasto significativo, como es el coste sobreañadido que supone la realización de una auditoría para aquellas Pymes que no estén legalmente obligadas a auditar sus cuentas.

Tras el análisis anterior, podemos observar como en las primeras etapas del proyecto de inversión, cuando todavía no ha madurado la generación de beneficios, este instrumento permite, frente a los préstamos ordinarios, una remuneración inferior a la de mercado, y sólo cuando el proyecto sea capaz de generar elevados beneficios, el préstamo devengará unos intereses superiores a los exigidos por la financiación bancaria, pero con un límite que contenga el coste de la operación. De esta manera, la remuneración se adecúa a la situación económica de la empresa y, junto con el mayor plazo que disfrutan para devolver la deuda, impide descalabros financieros derivados del pago de elevadas cuotas en situaciones de fragilidad empresarial.

Es de destacar también las ventajas que presenta frente a la financiación aportada por la participación en capital de las Sociedades de Capital Riesgo, pues a diferencia de los dividendos, los intereses del préstamo participativo son fiscalmente deducibles. Asimismo y en contraste con el socio arriesgado, el prestamista participativo, aunque supervisa la evolución de la empresa según las cláusulas del contrato, no ejerce ningún control sobre la misma ni puede provocar la entrada de socios hostiles cuando recupere su inversión, como podría ocurrir con la desinversión del capital riesgo.

Como conclusión, creemos interesante comentar que en el libro del que se ha extraído este artículo, se realiza un estudio empírico sobre la incidencia que tienen los préstamos participativos concedidos por

ENISA en las variables económicas y financieras empresariales, frente a otros instrumentos financieros. De este análisis se deduce que las empresas financiadas con los préstamos de ENISA, han obtenido una mejora de sus estructuras sustancialmente mayor que la provocada por otras vías de financiación tales como deudas a corto o largo plazo, o aportaciones de capital. En consecuencia, se puede afirmar que la financiación a partir de los préstamos participativos resulta más eficiente que la aportada por otros instrumentos.

BIBLIOGRAFIA

Bustos Contell, E. (2002): Préstamo Participativo. Instrumento de financiación de las Pymes. Editado por AECA en colaboración con ENISA

Colino, J.L. (1998): "Relieve y alcance contable de las deudas subordinadas". Revista de Derecho de Sociedades. 6 (10). Págs 473-490

García, J.; Cáceres, R.M. y Maroto, O. (1999): "Préstamos participativos: análisis financiero" Actualidad Financiera. Nº Monográfico/4º Trimestre. Págs. 1324

Lombard, E. (1982): "La logique financière des prêts participatifs" Banque. Nº 13, enero Págs 74-77

Martí Pellón, J. (2000): El capital inversión en España, 1999. (Capital riesgo y capital desarrollo). Editorial Civitas, Madrid

www.ascr.es

www.enisa.es

www.ine.es

1. Ello significa que en caso de reducción de capital o liquidación de sociedades como consecuencia de pérdidas, los préstamos participativos computarán como fondos propios. Esta cuestión supone una ventaja para el prestatario, porque en caso de una situación empresarial desfavorable, el préstamo participativo retrasaría el momento de reconocimiento de la quiebra y en consecuencia, ofrecería la posibilidad de remontar las pérdidas al dilatar la vida de la empresa.
2. Estas cifras pueden dispararse en el caso de los préstamos participativos concedidos por Sociedades de Capital Riesgo
3. Estos plazos suelen ser más cortos en el caso de los préstamos aportados por Sociedades de Capital Riesgo
4. Sirva como ejemplo el caso de la Sociedad de Capital Riesgo Catalana d'Iniciatives, C.R., S.A, que exige un interés total aproximado del 2,5% sobre las ventas anuales consolidadas, con un límite aproximado del 10% sobre el capital pendiente. Sin embargo, no todas las Sociedades de Capital Riesgo toman como referencia el volumen de negocio. En este último caso se encuentra Inverpyme (grupo Bankpyme), que calcula el interés participativo sobre el beneficio y el interés total, con un límite del 12%, como suma de los tramos mínimo y participativos.
5. El resultado empresarial puede ser minorado mediante la aplicación de determinados mecanismos contables legalmente aceptados tales como planes de amortización máxima, criterios de valoración, contabilidad creativa, etc.