

El finançament de les operacions corporatives

RAFAEL SAMBOLA
Eada Business School

Data recepció: 12/07/2012

Data acceptació: 25/09/2012

RESUM

La diversitat d'operacions corporatives existents a l'empresa, fa inevitable poder seleccionar i disposar, entre les diferents alternatives de finançament, d'aquella que s'ajusti en major mesura a les necessitats i tipologia de l'operació a executar.

Aquestes opcions poden contrastar-se, entre altres variables, pel risc que assumeix el proveïdor de fons per obtenir la rendibilitat esperada, i recuperar, sense cap crebant econòmic, els diners invertits.

L'objectiu d'aquest article és realitzar una descripció d'aquestes opcions, posant l'accent en les característiques de constitució, el seu cost i el risc que assumeix el proveïdor del finançament.

PARAULES CLAU

Finançament; Cost financer; Prelació financera; Deute senior i juni-or. Risc financer.

ABSTRACT

Corporate transactions diversity in firms makes it unavoidable to select between different alternative financing sources, being able to choose those that adjust better to the need and type of transaction to be performed.

Those options, can be contracted, between other variables, by the

risk that is assumed by the funding provider in order to obtain the expected return and be able to get back the money invested.

The objective of this paper is to make a description of those options, highlighting the constitution characteristics, their cost and the risk assumed by the funding provider.

KEYWORDS

Financing, Financial Cost, Financial prelation, Senior Debt and Junior Debt, Financial Risk

1. Introducció

Si haguéssim d'escollir una de les màximes aspiracions de qualsevol companyia, en una economia lliure de mercat, aquesta seria probablement el creixement. En economies basades en la lliure competència, un creixement insuficient o per sota del creixement de mercat, pot motivar la desaparició de l'empresa o, si més no, afeblir-ne la posició competitiva.

Aquesta evolució només serà possible invertint en actius (tant materials com a intangibles) que generin una rendibilitat òptima, i aconseguint el finançament necessari per portar-la a terme.

No obstant això, en un entorn d'incertesa com l'actual, el paper del director financer adquireix una gran rellevància, ja que ha de calcular i planificar els fons necessaris perquè l'empresa funcioni, garantint en tot moment, la cobertura de les despeses financeres ocasionades, la rendibilitat dels accionistes i establint el termini òptim per tornar el deute assumit, factors tots ells clau per a la viabilitat futura de la companyia. L'elecció de la disjuntiva financera dependrà, entre altres coses, del tipus d'operació corporativa a realitzar i de l'import a finançar. A cada cosa se li adjudicarà un cost, en funció del risc que assumeix el proveïdor d'aquest finançament.

A la figura 1 pot observar-se un esquema resum d'aquesta classificació.

Per exemple, en un primer nivell hi ha el deute sènior, atorgat per una entitat de crèdit i la finalitat del qual serà finançar les necessitats operatives de fons. El seu cost resultarà d'aplicar, a un índex de referència, normalment l'euríbor, un diferencial. Aquest tipus de deute tindrà com a garantia els propis actius de la societat.

En un últim nivell apareixerà el capital social aportat, la rendibilitat del qual ha de cobrir el risc operatiu, el risc financer, i el risc de futures incidèn-

cies. A més, davant una possible dissolució o liquidació de l'empresa, l'accionista serà, en l'ordre de prelación, l'últim a recuperar els diners invertits.

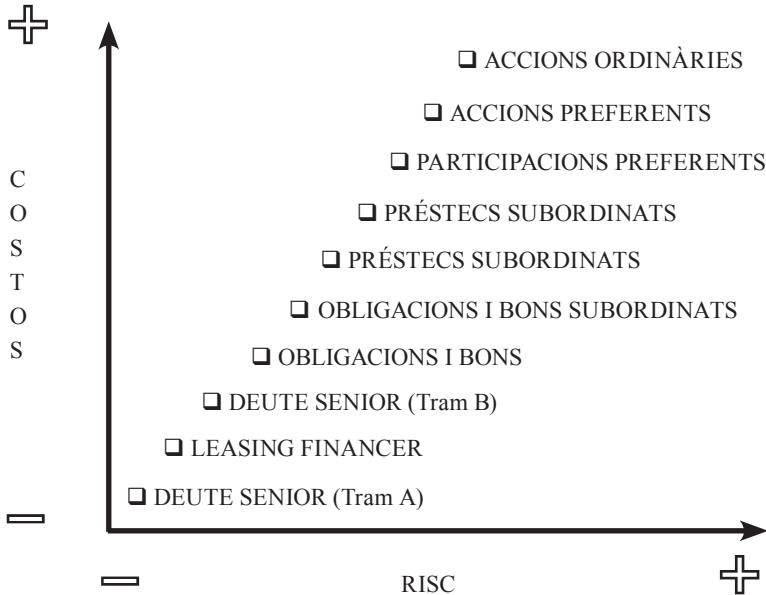


Figura 1. Productes financers segons el seu risc i cost (Font: elaboració pròpia).

2. Finançament propi

Compost per diferents opcions de finançament, la seva particularitat més rellevant està en què manca d'exigibilitat. A més, des del punt de vista de prelación, i en el supòsit d'insolvència per part de la companyia, el finançament propi ocupa l'últim lloc en l'ordre de recuperació del seu import, per part de l'inversor.

Aquest finançament incorpora les aportacions realitzades pels socis en forma d'accions, així com els recursos generats per l'empresa i reinvertits a través de l'autofinançament.

2.1. Accions

Representa formalment, el valor de les aportacions desemborsades o compromeses pels socis.

Des del punt de vista jurídic, el capital mínim aportat dependrà del tipus de societat constituïda:

1. **SOCIETAT REGULAR COLECTIVA (SRC):** No existeix un mínim legal.
2. **SOCIETATS LIMITADES (S.L):** 3.005,06€ repartits en forma de participacions. El seu import ha d'estar totalment desemborsat.
3. **SOCIETATS ANÒNIMES (S.A):** 60.101,21€ repartits en forma d'accions i subscrits almenys en un 25%.
4. **SOCIETAT COMANDITÀRIA PER ACCIONS:** 60.101,21€ repartits en forma d'accions i subscrits almenys en un 25%.
5. **SOCIETATS COOPERATIVES:** El seu capital pot ser variable i ha d'estar desemborsat en un 25%.
6. **SOCIETAT ANÒNIMA LABORAL (S.A.L):** 60.101,21€ repartits en forma d'accions i subscrits almenys en un 25%.
7. **SOCIETAT LIMITADA LABORAL (S.L.L):** 3005,06€ repartits en forma de participacions. El seu import ha d'estar totalment desemborsat.
8. **SOCIETAT PROFESSIONAL (S.P):** Té com a objecte l'exercici comú d'una activitat professional col·legiada. Haurà de figurar, al costat de la forma social de què es tracti, l'expressió «*Professional*» o l'abreviatura «*P*», per exemple «Societat limitada professional» o «SLP». El capital mínim aportat pels seus socis dependrà del tipus de societat elegida per a constituir-la.

Cal destacar també els següents tipus d'accions:

1. **ACCIONS A LA PAR:** Acció emesa al seu valor nominal.
2. **ACCIONS NOMINATIVES:** Són aquelles on ha de constar el nom del titular.
3. **ACCIONS SINDICADES:** Correspon al conjunt d'accions vinculades a un pacte per no ser transmeses sense el previ acord de la resta de socis.
4. **ACCIONS RESCATABLES:** L'emissió d'aquest tipus d'accions és una possibilitat únicament oberta a les societats que cotitzen en borsa. Són aquelles el rescat de les quals o compra total o parcial per l'emissora o per tercers estigui fixat en el temps segons les condicions d'emissió. L'amortització de les accions rescatables haurà de realitzar-se amb càrrec a beneficis o reserves lliures o amb el producte de l'emissió de noves accions ordinàries. No poden tenir un valor superior a la quarta part del capital i el seu rescat no podrà realitzar-se abans de tres anys a comptar des de la data d'emissió.
5. **ACCIONS SENSE VOT:** no poden participar en les votacions de la jun-

ta d'accionistes. A canvi l'empresa les compensa amb un dividend anual especial fix o variable.

- 6. ACCIONS ALLIBERADES:** s'emeten sense contraprestació econòmica i amb càrrec a reserves. Es tracta tan sols d'un canvi qualitatiu en el patrimoni net del balanç i per tant no representa un increment del finançament. L'objectiu és retribuir l'accionista lliurant-li un nombre d'accions alliberades en una proporció al nombre d'accions ordinàries que posseeixi en aquell moment. La seva contrapartida seran les reserves de lliure disposició o els beneficis generats en l'exercici.

7. ACCIONS PREFERENTS: (VEGEU APARTAT SEGÜENT)

Una acció (a excepció de les preferents, com després veurem) és un títol la renda del qual és residual. És a dir, l'accionista tindrà dret als beneficis una vegada s'hagin pagat totes les despeses, incloent els interessos de les diferents alternatives de finançament i els impostos. Els accionistes són els principals beneficiaris si la companyia genera resultats. Si l'empresa obté pèrdues, el patrimoni net, propietat dels accionistes, disminuirà.

No obstant això, l'acció no és una alternativa financera gratuïta. L'accionista espera una retribució en forma de dividends i/o un increment del valor de la seva participació. Aquesta retribució haurà d'estar alineada amb la rendibilitat que espera l'inversor en funció del risc que s'assumeixi. Aquests esperen veure compensat el seu cost d'oportunitat per haver invertit els seus fons en l'empresa, en comptes de fer-ho en actius lliures de risc, com pot ser el deute de l'estat.

2.1.1. LES ACCIONS PREFERENTS

Aquest instrument financer concedeix als seus posseïdors certes privilegis en comparació de les accions ordinàries. En aquest sentit és important la seva distinció amb les «participacions preferents» i que en apartats posteriors concretarem. Les seves característiques més rellevants són:

- Disposar d'un dret a un dividend mínim, fix o variable, addicional al distribuït per a les accions ordinàries. Aquest dividend mínim garantit és preferent (es paga abans que el dividend ordinari) i acumulatiu (si no es pogués pagar aquest any, es pagaria dins dels cinc següents). Possibiliten la captació de fons propis sense afectar el control de la societat.
- L'ordre de prelación en el supòsit de liquidació de la societat estarà

per davant dels accionistes ordinaris, però per darrere, de qualsevol producte híbrid (com comentarem també posteriorment) i de qualsevol tipus de deute.

Tampoc no poden alterar la proporcionalitat del valor nominal, el dret de vot i els drets de subscripció preferent. Així mateix queden relegades aquelles accions preferents que concedeixin un dret especial de veto als acords socials.

La seva emissió és poc freqüent.

2.1.2. SORTIDA A BORSA: OPV I OPS

La sortida a Borsa és el procés pel qual una empresa posa a la venda totes o part de les seves accions, passant aquestes a cotitzar al mercat borsari.

La seva admissió a cotització, mitjançant una Oferta Pública de Subscripció (OPS), pot suposar per a l'empresa un increment significatiu del finançament propi, que li permetrà millorar la seva ràtio d'endeutament i escometre el seu pla d'inversions.

D'altra banda, si s'opta per una sortida a borsa mitjançant una Oferta Pública de Valors (OPV), permetrà a l'antic accionista de la societat, desinvertir i, mitjançant aquesta operació, obtenir liquiditat.

SORTIDA A BORSA	
<ul style="list-style-type: none"> • OPV: És l'operació per la que un o varis accionistes ofereixen en venda les seves accions. El capital social no varia, només canvia de mans (totalment o parcialment). 	<ul style="list-style-type: none"> • OPS: Operació per la que una societat ofereix accions de nova emissió, producte d'una ampliació de capital.

Una sortida a borsa implica per a una societat i els seus accionistes els següents avantatges:

- Millora del perfil i exigència en el seu desenvolupament estratègic.
- Transparència en la informació econòmica i de la gestió de la societat.
- Rigor en la gestió de la companyia.
- Informació diària i objectiva del valor de les accions segons el mer-

cat i coneixement per part de l'inversor de les possibles plusvàlues o minusvàlues latents.

- Publicitat i notorietat de l'empresa.
- Major protecció de l'accionista minoritari si la comparem amb els accionistes d'empreses no cotitzades.
- La seva admissió a diferents borses per a la seva cotització augmentarà el nombre d'operadors que segueixin el valor.
- Majors possibilitats d'obtenir finançament creditici i a menor cost.

No obstant això, la sortida a Borsa també pot crear inconvenients, que en alguns casos pot implicar una barrera per incorporar-se a aquest mercat:

- La dependència de l'evolució del mercat i l'entorn econòmic pot qüestionar la conveniència de sortir a borsa. Aquesta situació pot fer fracassar una oferta pública de valors, tal com va ocórrer amb «Lote-ries i Apostes de l'Estat» «Atento» i «Talgo». La coincidència d'aquestes ofertes, amb un fort descens dels índexs borsaris espanyols i un empitjorament de la conjuntura econòmica, van obligar a suspendre les corresponents OPV.
- Els alts costos incorreguts per a l'empresa en el moment de sortida (publicitat, taxes, professionals independents, etc.).
- Costos ocasionats per tenir informats els accionistes i possibles inversors futurs.
- Cost de l'admissió a cotització. En el cas de les borses espanyoles el cost bàsic és de l'un per mil sobre el nominal admès.
- Costos de permanència, que en l'actualitat és del 0,045 per mil de la capitalització borsària de la companyia. (L'admissió a més d'una borsa no comporta cap cost suplementari).
- Pèrdua de privadesa i poder de control.
- Necessitat de mantenir la rendibilitat per dividend que ofereix el sector i que pot minvar la capacitat de creixement amb fons propis.

A la figura 2 s'exposen les principals condicions per cotitzar a la borsa espanyola.

CONDICIONS PER A L'ADMISIÓ I COTITZACIÓ A BORSA

- Situació regular de la societat des del punt de vista jurídic.
- Accions lliurement negociables.
- Han d'existir almenys 100 accionistes amb una participació individual inferior al 25% del capital.
- Capital social mínim de 1.202.025 d'euros, sense tenir en compte a efectes de càlcul les participacions directes o indirectes d'accionistes que igualin o superin el 25%.
- Obtenció de beneficis en els dos últims anys o en tres no consecutius en un període de cinc anys que hagin estat suficients per a poder repartir un dividend d'almenys un 6% del capital social desemborsat (a excepció del criteri introduït per l'Ordre del Ministeri d'Economia i Hisenda de 22 de desembre de 1999).
- Elaboració de l'Opuscle Informatiu amb les principals característiques i riscos essencials associats a l'emissor i a les accions objecte de l'emissió. Aquest opuscle ha de ser aprovat i registrat per la CNMV.
- Les societats que estan admeses a cotització en borsa tindran l'obligació de remetre a la CNMV i a la Borsa corresponent, els estats financers, l'auditoria de l'exercici tancat, i els fets rellevants que puguin produir-se i puguin afectar de forma directa o indirecta la cotització de l'acció.

Figura 2. Condicions per a cotitzar en borsa (Font: Comissió Nacional del Mercat de Valors).

* En l'actualitat no és perceptiu registrar fullet informatiu en la CNMV en els següents supòsits:

1. *Si la quantitat de l'oferta és inferior a 2,5 milions d'euros.*
2. *Si l'oferta es dirigeix exclusivament a inversors qualificats.*
3. *Si es dirigeix a menys de 100 inversors per estat membre de la Unió Europea, sense incloure els qualificats.*
4. *Si es dirigeix a inversors que adquireixin un mínim de 50.000 euros cadascun.*

2.1.3. MERCAT ALTERNATIU BORSARI (MAB)

Des de 2008 funciona a Espanya el Mercat Alternatiu Borsari (MAB), dirigit a aquelles empreses en expansió i amb baixa capitalització (Casanova, 2011).

Aquest mercat, obert a societats de la Unió Europea, encara que constituït principalment perquè s'incorporin empreses espanyoles (i obrint les portes a la incorporació d'empreses llatinoamericanes), permet cotitzar a les empreses de capitalització reduïda, amb necessitats futures de finançament. El MAB va dirigit a societats que actualment ja estan en funcio-

nament, restringint l'entrada a negocis l'únic patrimoni dels quals són idees i que el seu partner ideal per al seu creixement podria ser un *Business Angels*.

Estem parlant, per tant, d'empreses que representen dues terceres parts del PIB espanyol, l'accés de les quals als mercats borsaris actuals les obliga a complir una sèrie de requisits formals, que suposen una barrera d'entrada.

El MAB, supervisat per la CNMV i amb una regulació apropiada a les seves característiques, suposa per a les empreses inscrites no només una font important de finançament sinó, també, d'estabilitat econòmica. Millora del seu valor, fiabilitat i prestigi del negoci, ja que obligarà a aquestes a ser més rigoroses a l'hora d'oferir informació, establir procediments i planificar estratègies. Addicionalment, el MAB ha de servir per a empreses en expansió d'aprenentatge o plataforma de llançament cap a la Borsa, quan aquestes aconseguixin la dimensió adequada.

Finalment les tarifes que s'apliquen en el MAB s'ajusten al tipus d'empresa en expansió i el seu cost d'entrada i manteniment és inferior al del Mercat Continu:

- Incorporació: 6.000€ més 0,5 per mil sobre el nominal admès
- Ampliacions de capital: 0,5 per mil sobre el nominal admès
- Manteniment: 6.000 euros anuals
- Exclusió: 0,5 per mil sobre el valor de mercat (Mínim 1.500€ i màxim 6.000€)

La Figura 3 incorpora una comparativa de funcionament del MAB amb altres mercats alternatius europeus.

En el 2005 també es van constituir els següents mercats junior de cotització:

- PLUS-SX (Regne Unit): cotitzen actualment 147 companyies.
- FIRST NORTH (Suècia, Finlàndia i Islàndia): Cotitzen actualment 130 companyies.

	AIM	ALTERNEXT	MAB
Data inici activitat	19 de juny 1995	17 de maig 2005	Abril 2008
Regulació	London Stock Exchange	Euronext	CNMV
Sectors d'activitat majoritàriament representats	Finances Indústria Serveis	Tecnològiques Indústria Serveis	Tecnològiques Serveis
Nombre d'empreses	1258	170	21
Emissió mínima	Sense mínim. Almenys £ 3 M per a les societats d'inversió	€ 2,5 M	€ 2 M
Assessor independent	Assessor legal i/o broker	Proveïdors de serveis d'inversió	Assessor registrat
Capitalització borsària	Sense mínim requerit	Sense mínim requerit	Sense mínim requerit
Normes comptables	IAS o normes acceptades en el Regne Unit (UK GAAP) o també Estats Units (US GAAP)	Normes IFRS o normes comptables nacionals del país d'origen	Societats de la UE NIIF o estàndard comptable nacional. Societats fora de la UE NIIF o US GAAP
Informació financera	Comptes anuals auditats i trimestrals no auditats. Factors de risc	Comptes anuals auditats i trimestrals no auditats. Factors de risc	Comptes anuals auditats i trimestrals no auditats. Factors de risc

Figura 3. Comparativa de mercats de reduïda capitalització (Font: elaboració pròpia).

A pesar que el MAB porta ja quatre anys en funcionament, el nombre d'empreses que cotitzen és relativament baix, si el comparem amb altres mercats internacionals. Aquesta referència obre el debat de com impulsar l'entrada de les empreses mitjanes al mercat de capitals. Entre les mesures que haurien de prendre's per incrementar el seu nombre, destaquem les següents:

- Millora dels incentius fiscals que permetin estimular les inversions en empreses mitjanes amb potencial de creixement i en les seves

primeres etapes de desenvolupament, tal com ha succeït en altres països com EUA (21 estats), Regne Unit, Canadà, França, Itàlia, Alemanya i Luxemburg. L'increment d'inversors i empreses finançades augmentaria el nombre de societats potencials a cotitzar en el MAB.

- Eliminació de la barrera d'entrada, que suposa el desconeixement a nivell cultural per part de potencials empreses, en relació al MAB. La millora de la informació es converteix en un aspecte clau en aquest procés. Les Administracions Públiques, els intermediaris financers i societats gestores relacionades amb el mercat de valors haurien d'adquirir un paper rellevant en aquest procés.
- La mateixa grandària reduïda d'aquest mercat porta com a conseqüència la falta d'atenció de futurs inversors. Una grandària reduïda quant a capitalització o nombre d'empreses cotitzades pot generar la sensació d'un mercat poc líquid. Com a conseqüència d'això alguns experts recomanen una plataforma única de negociació a nivell europeu.

2.2. *Autofinançament i creixement sostenible*

L'autofinançament és una de les alternatives econòmiques clau, perquè una companyia creixi de forma sostenible.

El seu càlcul s'obté per la fórmula:

<p>AUTOFINANÇAMENT</p> <p>Benefici net + Amortització + Deterioramet – Dividends</p>
--

Es defineix com la capacitat que té una empresa per generar recursos, amb l'objectiu de finançar el manteniment i ampliació de les seves inversions.

En aquest sentit cal destacar la susceptibilitat que tenen els actius de perdre valor, bé amb caràcter reversible o, el que és més habitual, amb caràcter irreversible.

En el primer supòsit l'empresa dotarà la corresponent deterioració en el compte de resultats, per evitar la sortida de recursos financers i compensar així la disminució del valor dels actius.

En la segona situació l'empresa dotarà la corresponent amortització en el compte de resultats per compensar la pèrdua de valor irreversible dels actius, a causa de l'ús i/o obsolescència tècnica dels béns.

En els dos casos, aquests recursos, dotats en el compte de resultats com una despesa més, no tindran com a contrapartida una sortida de tresoreria.

El total dels recursos generats serà la suma dels beneficis totals, les amortitzacions i les provisions imputades. Aquesta addició és el que es coneix amb el concepte de *cash flow* econòmic:

CASH-FLOW ECONÒMIC
Benefici net + Amortització + Deteriorament

Encara que la proposició de distribució dels guanys l'ha de fer el consell d'administració, seran els accionistes els qui hauran de validar la seva proposta. La pregunta lògica que aquests haurien de plantejar és si el benefici retintut generarà una taxa de retorn atractiva i per tant valdrà la pena desistir d'ells temporalment, a canvi de guanys futurs més alts. La Figura 4 mostra les rendibilitats obtingudes per aquest concepte, així com el percentatge de beneficis destinat al pagament de dividends (*pay out*) en les empreses que componen l'Ibex 35. En el cas per exemple de Telefónica, la seva rendibilitat per dividend va ser del 15%, molt superior a la mitjana de les empreses cotitzades. La lectura d'aquest percentatge obliga a reflexionar si el seu valor s'origina com a resultat de pagar una elevada retribució en valor absolut, o per contra, la raó està en la caiguda de la cotització de l'acció.

D'altra banda la lectura del seu *Pay Out* del 117% (dividend > beneficis) pot entendre's com a conseqüència de les següents situacions: pagament d'un dividend a compte del benefici de l'any següent, pagament d'un dividend complementari de l'any anterior o bé com a resultat del repartiment de reserves voluntàries que apareix comptablement en el seu balanç de situació (ja siguin en accions alliberades o en efectiu).

Cal recordar que existeixen circumstàncies que poden limitar el repartiment dels beneficis. En primer lloc les restriccions esmentades en la Llei de SA, en segon lloc les establertes en els propis estatuts de l'empresa, en tercer lloc els *covenants* (clàusules) que poden marcar les entitats de crèdit per garantir el pagament del deute, i finalment la que fa referència al «sentit comú», entesa com aquella decisió que permet mantenir una coherència en l'estructura financera futura de l'empresa.

En relació a aquesta última referència, convé esmentar que si una empresa té perspectives de continuar creixent al mercat, amb tota probabilitat li augmentarà també l'actiu necessari per a això (comptes per cobrar, existències, maquinària, etc.). El seu creixement ràpid produirà necessitats de caixa, encara que l'empresa sigui rendible.

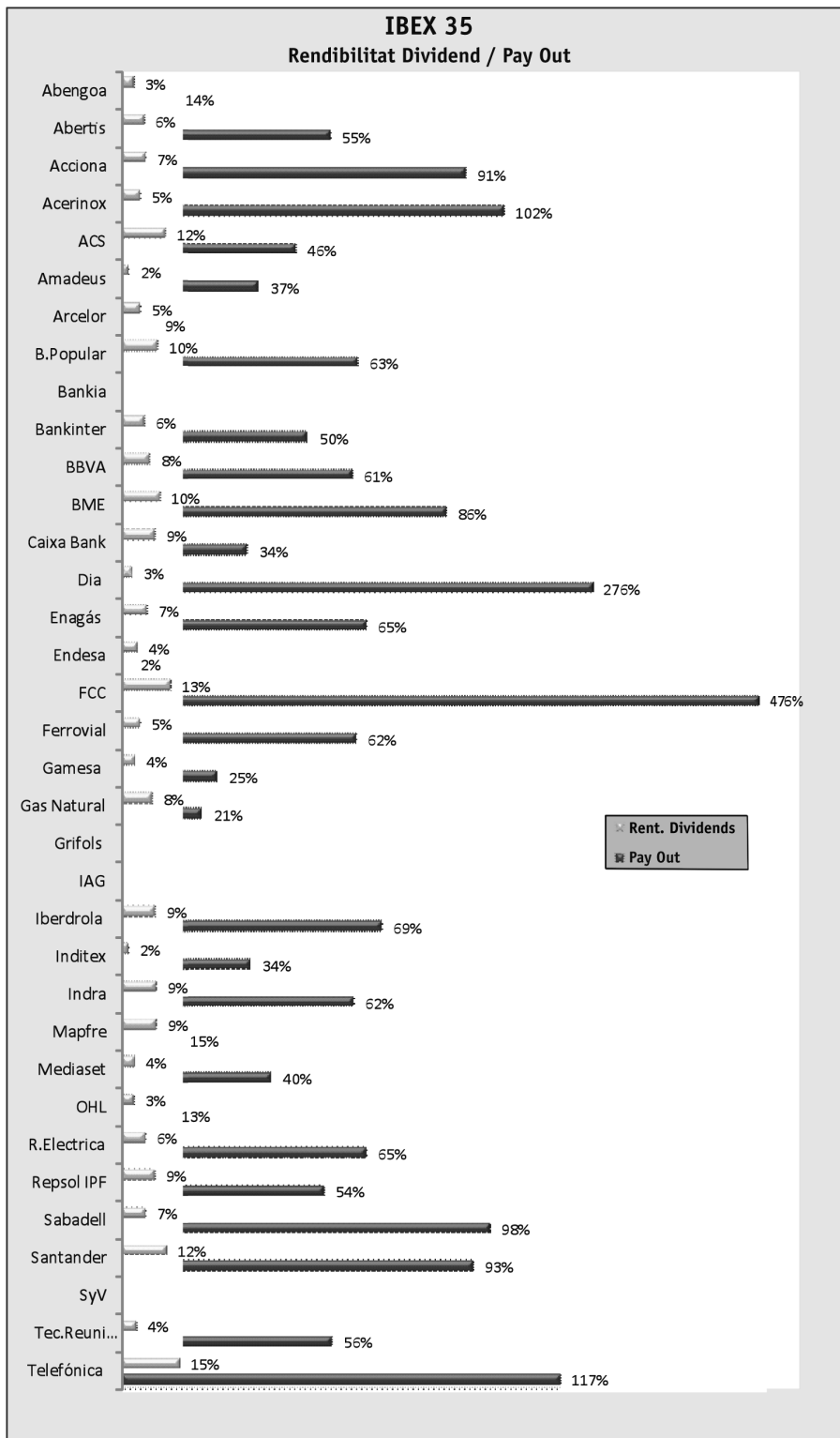


Figura 4. Rendibilitat per dividendes i *Pay Out* empreses IBEX (Font: Societat de Borses juny 2012).

Tal com mostra la Figura 5, imaginem la situació N on una empresa decideix seleccionar i mantenir en el futur, una estructura financera òptima formada per un 50% de recursos propis i un altre 50% de deute amb cost (obviarem el finançament espontani de proveïdors i altres comptes per pagar). Transcorregut un any (situació N+1), l'empresa ha incrementat els seus ingressos i també el seu benefici net. La societat haurà vist augmentar els seus actius corrents i molt probablement també els seus actius no corrents (en aquest últim cas, si es planteja com a objectiu augmentar la productivitat futura). A causa d'aquesta circumstància la societat necessitarà inevitablement buscar alternatives que li permetin finançar el seu creixement. Si decideix cobrir-les íntegrament augmentant el seu finançament aliè, la seva estructura financera deixarà de mantenir els percentatges prèviament establerts i la seva ràtio d'endeutament augmentarà. Per evitar aquesta situació la societat haurà de dedicar una part o la totalitat dels seus beneficis a autofinançar les seves necessitats de caixa i mantenir així en el temps, un creixement sostenible. Per tant, el percentatge d'autofinançament i la seva política de dividends associada haurà de dependre de les perspectives de creixement futures i les d'inversions que porten associades.

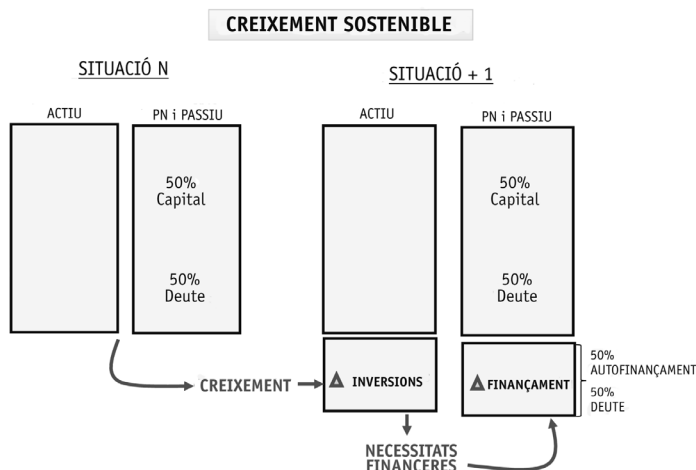


Figura 5. Impacte del creixement en el finançament (Font: elaboració pròpia).

3. Híbrids financers: entre el finançament propi i l'aliè

Dins de les possibles opcions de finançament a llarg termini, es troben els denominats «híbrids financers». La seva característica principal està en l'ordre de prelación que ocupa aquest finançament a nivell jurídic, ja que aquests productes se situen per darrere del «deute sènior», però per davant de les accions ordinàries.

S'exposen a continuació diferents alternatives, cadascuna d'elles amb característiques diferents quant al cost i la prioritat de cobrament en el supòsit d'insolvència de l'empresa receptora del finançament.

3.1. Les participacions preferents

Són valors emesos per una societat, però que no atorguen als seus subscriptors part de la propietat. Són classificades comptablement com a passiu o com a patrimoni en funció de les condicions de l'emissió.

Quant a la seva naturalesa jurídica, les participacions preferents formen part dels fons propis de l'emissor, però atorguen als seus titulars uns drets que difereixen dels corresponents a les accions ordinàries.

Es troben, a l'efecte de prelación de crèdits, per darrere del deute subordinat (definit més endavant) i del deute sènior, però per davant de les accions ordinàries. No obstant això, estaran al mateix nivell (*pari passu*) amb qualsevol altra sèrie de participacions emeses o garantides per l'emissor.

És important diferenciar-les de les accions preferents, així com de les accions ordinàries. Les seves característiques essencials són les que exposarem a continuació:

1. Concedeixen als seus titulars el dret a percebre una rendibilitat, però només en el cas que existeixin beneficis. En el supòsit de tenir pèrdues, les retribucions pactades i no satisfetes, no s'acumularan en anys posteriors. Serien els casos recents d'Unim, Bankia i CAM, les pèrdues de l'exercici de les quals han impedit de forma automàtica el pagament de la remuneració corresponent.
2. Encara que depèn de l'emissió, la retribució està indexada normalment a l'Euríbor més un diferencial. També és possible que en els primers anys la retribució sigui fixa. Habitualment el pagament sol realitzar-se per trimestres naturals vençuts.
3. Tenen el caràcter de perpètuas, és a dir, no tenen data d'amortització. No obstant això la societat tindrà el dret d'amortitzar-les (i no l'obligació) de forma voluntària, en part o íntegrament, i en una de-

terminada data establerta en els contractes d'emissió. En el cas espanyol normalment són 5 o 10 anys.

4. Han de ser emeses per una entitat de crèdit o una entitat resident a Espanya o en un territori de la Unió Europea, que no tinguin la condició de paradís fiscal.
5. Els titulars de participacions preferents manquen en termes generals de drets polítics.
6. Pel que fa a l'entitat emissora, la remuneració a pagar als seus titulars serà considerat despesa deduïble en l'impost de societats.
7. Subratllar que aquestes participacions han estat emeses en aquests últims anys per entitats de crèdit, amb l'objectiu de millorar el seu coeficient de solvència, concedint-los per tant un major marge operatiu, gràcies a la cobertura d'aquest tipus de finançament.
8. No cotitzen al mercat continu, però sí que ho fan al mercat secundari organitzat (AIAF).

A títol d'exemple, per entendre el seu funcionament, esmentem l'emissió realitzada pel Banc de Sabadell per cobrir les seves necessitats de finançament. El seu import va ser de 300 milions de participacions preferents, de valor nominal 1.000€, ampliables posteriorment a altres 500 milions més. La retribució oferta en els tres primers anys d'emissió era del 6,5% anual. A partir del 2011 s'oferia l'Euríbor a 3 mesos, més un 2,5% de retribució. L'emissió era perpètua i el banc es reservava el dret a amortitzar-les en el 5è any. Tota la retribució estava condicionada a l'obtenció de beneficis futurs.

L'emissió d'aquest tipus de títol ha estat objecte, en aquests últims mesos, d'una gran polèmica per part dels seus inversors. El problema sorgeix en voler desprendre's d'aquest producte (recordem el caràcter perpetu de la majoria d'emissions), a través de la seva venda al mercat secundari, caracteritzat per ser poc líquid, en comparació amb el mercat continu. Com a conseqüència d'això, la seva venda en aquest mercat implica esperar en el temps un possible comprador, el qual aplicarà prèviament un percentatge de descompte important, davant la falta de demanda d'aquest producte.

La CNMV ja advertia, mitjançant una nota informativa, dels riscos implícits d'aquest producte: *«es tracta d'un instrument complex i de risc elevat que pot generar rendibilitat, però també pèrdues al capital invertit»*.

3.2. Préstec subordinat o deute mezzanine («deute júnior»)

El terme *mezzanine* va aparèixer com a terminologia habitual a Wall Street i va ser utilitzat en la dècada dels 80's com a alternativa per completar la ronda de finançament de les operacions de fusió i adquisició.

Aquest deute, també denominat *deute júnior*, constitueix una alternativa a les tradicionals fonts de finançament ja que, en tenir la consideració de crèdit subordinat pel que fa als crèdits ordinaris, permet a l'empresa receptora incrementar la seva estructura d'endeutament, utilitzant altres crèdits atrets per la seva posició de privilegi, enfront d'aquest tipus de deute. Permet a més cobrir el buit que existeix entre el finançament a través dels recursos propis i el deute bancari. Les raons poden ser vàries. En primer lloc l'import de les garanties que suposen els actius enfront del deute bancari, tendeixen a rebaixar-se per por que aquests no puguin realitzar-se en el futur. En segon lloc existeixen actius intangibles en el balanç que necessiten ser finançats. Finalment el control del risc dels bancs fa que aquests posin sostre a la quantitat de deute que una empresa pot obtenir, tret que aquest deute sigui subordinat.

Per obtenir el seu cost efectiu mitjançant la TIR, el flux d'entrada correspondrà al finançament obtingut i els de sortida, als pagaments en el temps del principal (normalment una sola amortització al venciment), i els interessos; aquests últims pagats a través de les següents possibles combinacions:

1. En efectiu, amb venciment trimestral o semestral facilitant d'aquesta forma l'estabilitat dels *cash flows* i la flexibilitat en el seu pagament.
2. Capitalització d'una part fins al venciment de l'operació, convertint-se en més deute per pagar (*Payment In Kind*). Un exemple d'aquesta alternativa va ser la compra palanquejada del Manchester United per part del magnat americà Malcom Glazer. Una part del deute, en concret 138 milions de lliures, corresponia a deute subordinat amb *PIK*. Actualment ja acumula 40 milions de lliures en forma d'interessos ajornats.
3. Opció per part de l'empresa de pagar els interessos en efectiu i/o amb més deute (*Toggel Kind*), en funció del seu flux de caixa.
4. Pagaments en espècie (*Payment In Kind-Notes*) on s'inclou una opció sobre accions de la pròpia companyia en produir-se el venciment del préstec. La valoració del pagament en espècie és el resultat de capitalitzar part dels interessos vençuts.

Subratllar també el tractament i la posició que té el creditor d'aquest tipus de deute en una situació concursal:

- En la Junta de Creditors, se'ls priva el dret a vot.
- Els creditors quedaran afectats per les mateixes quitacions i esperes establertes en el conveni per als crèdits ordinaris però els terminis d'espera es computaran a partir de l'íntegre compliment del conveni respecte a aquests últims. Queda fora de perill la seva facultat d'acceptar propostes alternatives de conversió en accions o en crèdits participatius.

Finalment, esmentar els inconvenients que poden sorgir pel fet d'utilitzar aquest tipus de deute, que impliquen estructures financeres molt palanquejades:

- El risc que porta la concessió d'aquest tipus de deute per al prestador, implicarà que el seu cost incorpori una prima, que se situa entorn del 10%-15% sobre l'Euríbor.
- En estructures molt palanquejades, el risc operatiu es veurà incrementat. És a dir, el seu nivell de facturació per arribar al punt d'equilibri haurà de ser més gran, si vol cobrir els costos operatius i els elevats costos financers.
- Part de la tresoreria haurà de ser emprada per pagar els costos financers però també l'amortització del préstec en el moment que es produeixi. Això pot condicionar futures inversions en actius productius, en R+D+I, formació dels empleats etc., amb la possible pèrdua de competitivitat.
- No acceptació, per part dels clients i proveïdors, de compromisos a llarg termini a causa de la potencial desconfiança amb l'empresa, pel risc financer que aquesta assumeix.

A la figura 6 s'inclou les principals característiques del deute *mezzanine*.

CARACTERÍSTIQUES DEL DEUTE MEZZANINE

- Utilitzat habitualment per a operacions de (LBO) Leverage Buy Out o MBO (Management Buy Out), el deute Mezzanine s'ha convertit també en un bon instrument per a finançar operacions corporatives de reestructuració, o de creixement orgànic.
- Representa una figura híbrida entre capital i deute, ja que en el supòsit d'insolència el deute senior tindrà prioritat de cobrament respecte a la mezzanine. Aquesta relació es regula mitjançant un contracte on s'especifiquen les clàusules a complir obligatòriament per part de l'empresa i dels proveïdors d'aquest deute.
- Minimitza les aportacions de capital, permetent a l'empresa continuar creixent sense l'efecte dilució i evitant la possible pèrdua de control del negoci.
- Per altra banda la reducció de la ràtio de Deute Senior / EBITDA, millora el perfil de risc financer de l'operació per als proveïdors del deute.
- Degut a què habitualment s'utilitza en operacions amb elevats imports de palanquejament, la seva amortització total s'efectua al seu venciment (BULLET) i un any posterior al deute senior.
- Pel seu grau de risc el cost del finançament mezzanine se situa al voltant del 10% - 12% sobre l'Euribor.

Figura 6. Principals característiques de la deute *mezzanine* (Font: elaboració pròpia).

Com a exemples d'empreses que han seleccionat aquest tipus de finançament destaquem: Cortefiel, Panrico, UPS, Amadeus, Famosa, Codere, Ferrovial-BAA, Perfeti-Chupa.chups, Afirma, Sacyr Vallermosto i Telepizza.

3.3. *Préstecs participatius*

Dins del paraigua que cobreix el deute *mezzanine*, cal esmentar els préstecs participatius, les seves característiques dels quals, a més de la subordinació a altres crèdits, resumim a continuació:

- La retribució del capital invertit es lliga amb l'evolució de l'activitat de l'empresa que rep el préstec. La Llei no restringeix els indicadors per fixar aquesta retribució variable, però són habituals l'import i increment de les vendes, l'evolució de la rendibilitat financera (ROE) o l'EBITDA generat durant l'exercici. Haurà de decidir-se en el contracte què succeeix amb la retribució variable, si l'empresa té pèrdues.
- El préstec participatiu inclou també un interès fix relacionat amb l'Euríbor, però aquest import és menor que el de mercat.

- La retribució participativa fa necessari pactar entre les parts la informació comptable-financera a presentar a favor del prestador. És habitual també que les entitats atorgants obliguin l'empresa a auditar-se per assegurar la fiabilitat de la informació comptable.
- El seu caràcter subordinat comporta un augment de la solvència financera del prestatari respecte als creditors no subordinats, particularment respecte a aquells els crèdits dels quals vencin abans que els subordinats. Des del punt de vista mercantil es considera patrimoni comptable a l'efecte de reducció de capital i liquidació de la societat prevista en la legislació mercantil.
- Encara que la legislació espanyola permet que el prestador d'aquest tipus d'operacions sigui qualsevol societat mercantil, habitualment la seva concessió és a càrrec d'empreses vinculades entre elles i el préstec de les quals es concedeix entre l'empresa matriu i la seva filial. També solen concedir-les entitats de capital de risc i organismes públics especialitzats en aquest tipus d'operacions.
- Finalment, i per mantenir les garanties enfront de tercers, el préstec només podrà amortitzar-se anticipadament si es compensa amb una ampliació de capital d'igual quantia, o es dota una reserva d'igual import a l'amortitzat, amb l'objectiu de protegir aquell deute amb un millor ordre de prelación. Aquest increment dels fons propis no podrà tenir el seu origen en una actualització dels seus actius, i el seu import solament serà disponible quant el préstec hagi vençut i s'hagi pagat íntegrament.

Entre les empreses que han utilitzat préstecs participatius destaquem: Factoria Naval, Terra Mítica, Panrico, Sogecable, La Seda-Jatroil, Avanzit, Media Markt, Reial Societat de Futbol, Hotels Hesperia, Sas-Spanair.

4. Finançament mitjançant deute sènior

Inclou el finançament l'exigibilitat de pagament del qual es troba per davant de les accions ordinàries, i els denominats «híbrids financers», definits a l'apartat anterior. És el denominat «*deute sènior*».

A nivell contractual poden existir, també, diferents trams de «*deute sènior*» amb un ordre de prelación establert prèviament entre ells.

Sense voler ser exhaustiu en la seva descripció, esmentarem només les característiques d'emissió, de retribució del deute i de devolució del principal que les fa específiques.

4.1. *Deute sense recurs*

Sense ser un producte financer concret, un deute sense recurs es caracteritza per la capacitat que té el prestador d'exercir el control de l'actiu posat en garantia, en el supòsit d'incompliment continuat del pagament.

Una pràctica habitual és l'engegada d'un *project finance*, on a través de la creació d'una societat vehicle independent, inverteix en actius fixos finançats amb deute sense recurs. Es tractarà de finançar projectes de molt grans amb *cash flows* lliures estables i raonablement predictibles.

En aquest cas, la garantia dels prestadors estarà únicament en els fluxos que genera el propi projecte, sense poder recórrer a garanties addicionals. Les entitats subministradores del crèdit acceptaran el finançament si el projecte és viable, sense exigir cap garantia i esperant que sigui el propi projecte qui sigui capaç de retornar tot el deute.

Citem com a exemple ACS: al juliol del 2010 una part del deute sense recurs ascendia 4.415 milions d'euros provinents del finançament de projectes, entre els quals caldria destacar projectes de plantes termosolars a Espanya, línies de transmissió a Brasil i parcs eòlics a Mèxic.

En un altre tipus d'operacions, la garantia exclusiva del préstec es troba en algun actiu financer. Així per exemple a l'octubre del 2006 la constructora i immobiliària Sacyr Vallehermoso va comprar un paquet d'accions d'una mica més del 9% de Repsol. Per finançar l'operació se li va concedir un préstec sense recurs, per un import del 85% de l'operació i l'única garantia de la qual era la participació adquirida de Repsol.

En el 2010 ACS disposava també d'un deute sense recurs per un import de 5,224 milions d'euros per comprar el 30% de les accions de Hochtief i el 12% de les accions d'Iberdrola. La garantia del finançament eren les pròpies accions.

Posar l'accent que un préstec amb garantia hipotecària no es considera un deute sense recurs. La raó està en la responsabilitat que assumeix el prestatari en cas d'impagament. En aquest supòsit el deute pendent ha de cobrir-se amb l'execució del bé. Però si aquest no fos suficient hauria de complementar-se amb altres béns que disposi el creditor. En el cas d'EUA el deute hipotecari sí que es considera «sense recurs» ja que el bé hipotecat és l'única garantia del préstec.

Entre les empreses que han utilitzat aquesta modalitat de finançament destaquem: Abengoa, Cintra, OHL, Isolux, Abertis, Ferrovial i Portald-Unionland.

4.2. Els préstecs sindicats

És habitual utilitzar-los en inversions econòmiques on es requereixen sumes importants de finançament i on participa un consorci d'entitats financeres per a la seva concessió, amb la consegüent dilució del risc de l'operació (Martin i Tellez, 2011).

En una fase inicial, el creditor designa un banc «*Mandated Lead Arranger*» encarregat d'assegurar una part de l'operació i negociar les característiques del préstec (import, termini, tipus d'interès, períodes de manca etc.). Una vegada tancades les condicions del crèdit, el banc agent iniciarà contactes amb altres entitats bancàries que vulguin participar en la sindicació per completar l'import requerit. A continuació el sindicat nomenarà a un banc responsable de la coordinació, execució i control del procés.

Aquest tipus de finançament té certa complexitat operativa, a més d'incorporar nombrosos i detallats compromisos que regulen els aspectes legals i financers del prestatari:

- Clàusula de no subordinació: en el supòsit de liquidació de la societat, tots els bancs estan al mateix nivell de prelación (*pari passu*) i per tant tots tenen les mateixes condicions de reemborsament.
- En cas d'incompliment repetit en el pagament de les quotes, es podrà exigir la cancel·lació del deute amb el consegüent pagament anticipat del seu import total.
- Clàusula de garantia, on el creditor es compromet a no garantir amb actius, préstecs que es contractin en el futur, si no s'ha fet prèviament amb el préstec sindicat.
- *Covenants* financers que obliguen el prestatari a tenir com a objectiu el compliment anual d'una relació de ràtios financeres preestablertes en el document contractual. La Figura 7 mostra una sèrie de *covenants* a complir pel deute adquirit per l'operadora d'aeroports BAA. A títol d'exemple es condiona a la societat, al fet que la seva ràtio de cobertura se situï en un límit d'1,6 vegades. En el supòsit que sigui inferior i se situï a 1,4 vegades, es veurà obligada a no retribuir a l'accionista via dividendes. Però si la cobertura empitjora i se situa en 1,05 vegades, la societat haurà de pignorar els seus actius, com a garantia complementària.
- *Affirmative covenants* on s'exigeix periòdicament proporcionar estats financers auditats i sense excepcions, previsions de negoci, informació de fets rellevants, etc.
- *Negative covenants* on poden limitar una sèrie d'operacions finance-

res i corporatives (pagament de dividends, projectes d'inversió, fusions, adquisicions, venda de filials, etc.).

- En el cas que l'empresa es vegi obligada a renegociar el deute, el pacte entre els diferents bancs que operen el préstec serà complex, en haver d'acceptar tots ells les noves condicions ofertes per l'empresa.

		Límit indicatiu	Restricció Dividends	Incompliment
Ràtio cobertura interès/deute Sènior	Major que	1,6	1,4	1,05
Ràtio cobertura interès/deute Júnior	Major que	1,4	1,2	N/A
Deute Neta Sènior sobre Total RAB	Menor que	0,7	0,7	0,925
Deute Neta Júnior sobre Total RAB	Menor que	0,85	0,85	N/A
(1) Impossibilitat de repartiment de dividends per part de la societat. (2) En cas d'incompliment de la ràtio, la Societat es pot veure obligada a pignorar els seus actius.				

Figura 7. Covenants del deute de BAA (Font Ferrovial. Informe anual 2008).

La Figura 8 incorpora una breu relació d'empreses que han utilitzat aquest finançament amb diferents objectius d'aplicació.

Esmentar finalment l'opció de finançar-se a través d'un «*Club Deal*». Aquest es diferencia del préstec sindicat, principalment en tres qüestions:

1. No hi ha cap entitat que lideri la negociació i formalització del crèdit. És la pròpia empresa qui tanca l'operació, negociant amb totes l'entitats.
2. Poden intervenir també, a més de bancs, inversors institucionals.
3. Per agilitar el procés de negociació, el nombre d'entitats que intervenen en el «*Club Deal*» és menor.

EMPRESA	SECTOR	FINALITAT	IMPORT (milions)	DATA	Núm. de BANCS	TIPUS OPERACIÓ
BAA	Aeroports	Reestructuració deute	£ 625	Agost	8	PS
JAL	Aviació	Reestructuració empresa	¥ 100.000	Juny	5	CD
Generalitat Catalunya	Públic	Millora de la liquidat	1.000 €	Juliol	10	PS
Telefónica	Telecomunicacions	Adquisicions d'accions	5.000 €	Juliol	29	PS
Siliken	Energia Renovable	Internalització	31 €	Març	11	PS
Torresol Energy	Energia Renovable	Inversió	\$ 540	Gener	7	CD
Ficosa	Components automòbil	Finançament de l'activitat	108 €	Febrer	8	PS
IBERA	Aviació	Inversions	\$ 246	Juliol	7	CD
Iberdrola	Energia	Finançament CP/LP	1.000 €	Maig	22	PS
Amadeus	Tecnologia viatges	Millora liquidat	200 €	Juny	13	CD
FCC	Construcció	Refinançament	508 €	Juliol	16	PS
Fluidra	Tractament Aigües	Finançament CP/LP	1.459 €	Juliol	9	PS

Figura 8. Exemples d'operacions finançades amb préstecs sindicats i *club deal* (Font: elaboració pròpia).

4.3. Obligacions i Bons

El finançament a llarg termini es fonamenta principalment en l'obtenció de crèdits en el sistema bancari on les dues parts, prestadora i prestatària, pacten les condicions del possible crèdit concedit.

No obstant això per la dimensió d'algunes societats, així com el volum de les seves necessitats de finançament, aquestes decideixen acudir al mercat de renda fixa mitjançant una emissió d'obligacions o bons.

Un bo o una obligació representen una part alíquota de l'emissió d'un emprèstit. Es tracta d'un actiu financer, que una vegada subscrit per l'inversor, li dona dret a rebre en el temps uns interessos i la devolució de l'import inicialment lliurat, segons les condicions establertes en el fullet d'emissió. Mentre un bo té un venciment de 3-5 anys, l'obligació té un termini superior.

Aquest producte financer incorpora cinc característiques:

- a) El seu venciment: data en què l'emissor haurà de retornar l'import rebut.

- b) El seu valor nominal: import de diners que rebrà l'inversor al seu venciment.
- c) Liquiditat: una vegada emesos, els bons poden negociar-se en mercats de valors organitzats.
- d) Cupó: correspon al percentatge d'interès que l'emissor es compromet a pagar sobre el valor nominal. Habitualment aquest pagament es realitza de forma semestral.
- e) Prelació: Les primeres emissions gaudiran de prelació enfront de les posteriors pel que es refereix al patrimoni lliure de la societat emissora, qualssevol que haguessin estat les variacions posteriors del seu capital.

Perquè a l'inici el preu de mercat del bo sigui igual al valor nominal, la societat emissora haurà de calcular un tipus d'interès semblant al d'altres bons. Posteriorment el preu de mercat del bo pot canviar en funció de la variabilitat dels tipus d'interès.

L'emissió d'aquest tipus de deute per part d'una societat anònima ha de ser aprovada per la seva Junta General d'Accionistes encara que habitualment delega aquest dret al Consell d'Administració (excepte el supòsit d'obligacions convertibles).

Quant a l'import màxim d'emissió, l'empresa podrà emetre sèries numerades d'obligacions o altres valors que reconeguin o creuen un deute, sempre que l'import total de les emissions no sigui superior al capital social desemborsat, més les reserves que figurin en l'últim balanç aprovat i els comptes de regularització i actualització de balanços.

També subratllar que aquelles emissions públiques dirigides a inversors minoritaris hauran d'anar acompanyades del corresponent fullet informatiu, quedant exemptes aquelles emissions dirigides a inversors institucionals, les dirigides a un nombre d'inversors no superior a 50 i les dirigides als treballadors o jubilats de l'entitat emissora.

Posteriorment haurà de publicar-se l'emissió en el BORME (Butlletí Oficial del Registre Mercantil) i, a continuació, iniciar-se el procés de subscripció.

En l'emissió d'aquest tipus de valors es procedirà a la constitució d'un Sindicat que tindrà com a finalitat la defensa dels interessos i drets dels titulars dels valors.

Entre els diferents tipus d'emissió destaquem les següents:

- **SIMPLES:** Valors que representen un deute per a l'emissor i que reporten interessos periòdicament (segons l'especificació del fullet

- d'emissió) i la seva amortització es realitzarà en la seva data de venciment.
- **CUPÓ ZERO:** Són aquells que l'empresa emet per sota del seu valor nominal. El guany de l'inversor s'obté per la diferència entre el preu d'emissió i el seu valor nominal, cobrat al venciment.
 - **INDEXATS:** El seu valor nominal s'ajusta segons la inflació del país on s'emet. El pagament del cupó es calcula sobre el nou valor nominal.
 - **ESTRUCTURATS:** Són aquells valors la rendibilitat dels quals està vinculada a l'evolució d'un o més subjacents (matèries primeres, divises, accions, etc.). El risc d'aquest tipus de productes per a l'inversor està en què la seva amortització pot estar per sota del seu valor nominal, en funció de l'evolució dels índexs referenciats.
 - **INTERÈS FLOTANT:** El cupó està referenciat a algun indicador d'interès interbancari (Libor, Euríbor, etc.).
 - **AMB PAGAMENTS EN ESPÈCIE (PIK):** El cupó no es paga en efectiu, sinó amb la recepció de més deute.
 - **CAPITALITZABLES:** L'interès es paga al final de la vida del bo i el seu import es va capitalitzant periòdicament.
 - **CONVERTIBLES:** Permet al subscriptor, d'aquest tipus d'emissions, canviar-les per un nombre determinat d'accions. Per emetre aquest tipus d'obligacions es requereix l'aprovació de la Junta General d'Accionistes qui haurà de decidir l'equació de bescanvi

$$\left(\frac{\text{Valor obligació convertible}}{\text{Preu de conversió}} \right)$$
. Per a això caldrà determinar el preu de conversió que estarà comprès entre el valor comptable de l'acció i una mitjana del seu valor de cotització al mercat. Els accionistes tenen dret de subscripció preferent ja que l'ampliació de capital implica dilució en la propietat dels accionistes.
 - **AMB WARRANTS:** Li concedeix al subscriptor la possibilitat de canviar les obligacions per accions, per un import específic i en un termini determinat. Els *warrants* poden ser separables (a diferència de les obligacions convertibles). Normalment es pot conservar l'obligació i vendre el *warrant*.
 - **SUBORDINADES:** Deute júnior l'ordre de prelació del qual està per darrere del deute corrent (sènior) i deute amb algun tipus de privilegi.
 - **BONS BROSSA (JUNK BONDS):** Habitualment sol ser deute subordinat emès per sota del grau d'inversió i amb la característica d'un bo especulatiu, per la seva elevada rendibilitat, però també pel seu elevat risc d'impagament. Aquests bons tenen una qualificació creditícia per part d'una agència de *rating* igual o per sota de BB.

4.4. Arrendament Financer

Es tracta d'un contracte de lloguer on l'arrendatari es compromet a pagar periòdicament una quota (mensual, trimestral, etc.) pel fet d'utilitzar un bé per la seva activitat empresarial, posat a disposició per part de l'arrendador. La durada dels contractes serà com a mínim de 2 anys, en el supòsit de béns mobles i de 10 anys en el cas de béns immobles.

El procés s'iniciarà amb l'elecció del tipus de bé que l'empresa utilitzarà en el futur. Per a això se sol·licitarà una factura proforma on s'inclourà el valor del bé total.

A partir d'aquest moment l'arrendador passarà a adquirir el bé. Per tant, en serà propietari i l'activarà al balanç.

Posteriorment, l'arrendatari signarà un contracte on es compromet, durant el període que duri l'operació, a pagar les corresponents quotes de lloguer. Aquestes quotes hauran d'aparèixer en el contracte especificant:

- a) La part que correspon a la recuperació del cost del bé (exclòs el valor de l'opció de compra).
- b) L'import de la càrrega financera.
- c) Valor residual si s'exerceix l'opció de compra en finalitzar el contracte.

En el supòsit d'exercir l'opció de compra estarem parlant, d'un lísing financer (Figura 9) i la propietat de l'actiu canviarà a les mans de l'empresa. Habitualment aquest tipus de lísing no inclou en el contracte un servei de manteniment complet del bé.

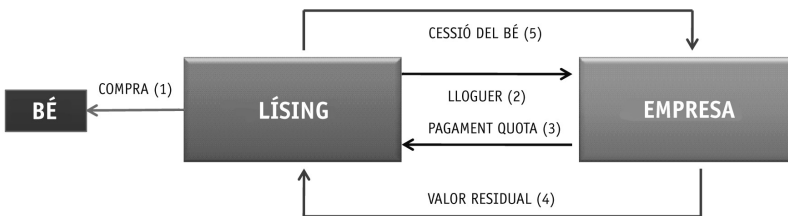


Figura 9. Funcionament del lísing financer (Font elaboració pròpia).

Quant al seu tractament fiscal, les despeses financeres seran despesa deduïble de l'Impost de Societats. També les quotes d'arrendament financer pagades en l'exercici seran deduïbles per la part representativa de la recuperació del cost del bé. El seu límit és:

Valor d'adquisició × Coeficient màxim amortització × 2

En el supòsit d'empreses de reduïda dimensió el seu límit serà:

Valor adquisició × Coeficient màxim d'amortització × 2 × 1,5

Un altre dels avantatges del lísing financer, a més de disposar d'una amortització accelerada com hem vist anteriorment, és que l'IVA de l'operació es calcula per l'import de cada quota, és a dir es difereix durant la durada del contracte. Per contra, si una empresa decideix adquirir el bé utilitzant altres formes de finançament, l'IVA l'haurà de desemborsar íntegrament a l'inici, amb el possible impacte negatiu que tindrà en la tresoreria de l'empresa.

En el denominat lísing operatiu (Figura 10), l'opció de compra no s'exerceix en finalitzar el contracte. En aquest supòsit la propietat del bé continuarà estant en mans de l'empresa de lísing, on probablement disposarà d'un mercat secundari per tornar a col·locar-lo. Possiblement l'empresa arrendatària podrà, si així ho desitja, tornar a contractar una nova operació, sobre un nou bé tecnològicament més avançat.

En aquest tipus de contracte les despeses de manteniment del bé estaran inclosos en les corresponents quotes.

Quant al seu tractament fiscal les quotes pagades durant el contracte seran fiscalment deduïbles de l'impost de societats.

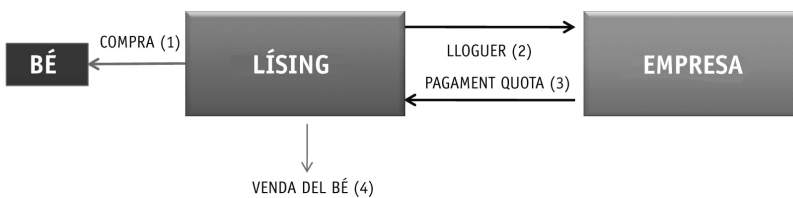


Figura 10. Funcionament del lísing operatiu (Font: elaboració pròpia).

A la Figura 11 apareixen resumides les diferències existents entre els diferents tipus de lísing vistos anteriorment i una operació de *renting*.

	LÍISING FINANCIER	LÍISING OPERATIU	RENTING
LLOGATER	Professional/Empresari	Professional/Empresari	Professional/Empresari/ Particular
TIPUS DE BÉ	Amb baixa obsolescència	Amb ràpida obsolescència o manteniment tècnic elevat	Amb manteniment elevat
MANTE- NIMENT	A càrrec de l'arrendatari	A càrrec de l'empresa de líising	A càrrec de l'empresa de renting
REPARACIÓ I SUBSTITUCIÓ	No l'inclou	No l'inclou	No l'inclou
OPCIÓ COMPRA (valor residual)	sí	no	no
IMPOST SOCIETATS (deduïble)	Despeses financeres i valor d'adquisició x Coeficient màxim amortització x 2	Quota deduïble com despesa	Quota deduïble com despesa (a excepció de particular)
IMPOST SOCIETATS (ERD) (deduïble)	Despeses financeres i valor d'adquisició x Coeficient màxim amortització x 2	Quota deduïble com despesa	Quota deduïble com despesa (a excepció de particular)

Figura 11. Diferències entre el líising financer, líising operatiu i renting (Font: elaboració pròpia).

5. Conclusions

En algun sentit, les decisions de finançament són més complexes que les d'inversió. El nombre de productes financers diferents està en contínua evolució i expansió i la selecció que es faci dependrà del tipus d'operació corporativa a finançar.

L'empresa obté fons de dues formes bàsiques, emetent capital o contractant deute. El cost estarà en relació directa al risc que assumeix cadascun dels proveïdors del finançament: obtenir la rendibilitat esperada i recuperar la inversió realitzada. La prioritat de cobrament, en el supòsit d'insolència de l'empresa, es converteix en una variable clau que determina el cost d'aquest finançament.

Aquest ordre de prelación s'inicia amb preferència de cobrament que tenen els proveïdors del denominat «deute sènior».

Pot donar-se també la circumstància, que dins del total d'aquest tipus de deute, existeixin diferents proveïdors, on s'estableixin per un acord contractual la prioritat d'un deute sobre un altre.

L'avantatge d'aquest tipus de deute és el seu menor cost, en tenir més garanties de realització. No obstant això els volums de deute concedit estan limitats, obligant a cobrir el diferencial amb deutes més cars i subordinats.

En el següent tram es troben els anomenats «híbrids financers» la característica més rellevant dels quals és la seva posició jurídica dins del balanç, en trobar-se entre el deute i els recursos propis. La seva ordre de prelación estarà per sobre de les accions ordinàries, i per sota del deute sènior. Això implicarà que el seu cost estarà per sobre del deute sènior (entre cinc i dotze punts). El seu principal objectiu és cobrir el gap existent entre el deute sènior i els recursos propis. Això ha permès finançar operacions amb un elevat palanquejament (*LBO, MBO, project finance*, etc).

En l'últim esglaó s'inclou el finançament propi, compost per les aportacions dels socis accionistes i l'autofinançament generat per la pròpia activitat. La rendibilitat que exigiran haurà de cobrir el risc operatiu de la societat i també el risc que pugui suposar, l'impagament de les obligacions financeres.

Finalment indicar que la selecció dels instruments de finançament més apropiats permetrà a l'empresa disposar dels recursos necessaris per poder invertir i créixer. No obstant la veritable raó de generar valor està en la gestió i l'obtenció de la màxima rendibilitat dels seus actius. Per tant l'elecció del finançament ha d'estar subordinada als objectius previstos i presentats en el pla estratègic. En cap moment no l'ha de posar en perill.

Referències bibliogràfiques

- ARCE, O., i SAN JUAN, L. (2011). «*El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*». Documento de trabajo núm. 52. CNMV.
- BLANCO, E. (2007). «*Participaciones preferentes: rentabilidad de las emisiones*». Monografía núm. 24. CNMV.
- BREALEY, R. i MYERS, S. «*Principios de finanzas corporativas*» Mc Graw Hill. Setena edició.
- CATALINA, J. (2004) «*Qué ventajas tiene financiarse con préstamos participativos*». Estrategia financiera, núm. 206.

- CASANOVAS, M. (2011). Alternatives de Finançament per a Pimes no tradicionals. Revista de Comptabilitat i Direcció, vol. 12.
- DEMARIGNY, F. (2010). «An EU-Listing small business act». Mazars Group.
- FERROVIAL. (2008). «Informe anual 2008» .www.memoria2008.ferrovial.es.
- HERRERO, D. (2011). «Financiación Mezzanine: situación actual y perspectivas». Revista española de capital riesgo. Núm. 4.
- MARQUES, JM i SANCHIS, A. (2009). «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera». Estabilidad financiera. núm. 17. Banco de España.
- MARTIN, J.L. i TELLEZ, C. (2011) Crèdits sindicats i emissions internacionals de bons. Revista de comptabilitat i direcció. vol. 12.
- TEJEDOR, C. (2005). «Los préstamos sindicados como alternativa a la financiación tradicional». Estrategia financiera. Núm. 218.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya
Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4ª planta - 08006 Barcelona
Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org- @Associacio ACCID