

PROBLEMÁTICA ACTUAL DEL CAPITAL RIESGO: ENFOQUE FINANCIERO

Fermín ZANCADA PEINADO

I. INTRODUCCION

La capacidad creadora que el mundo anglosajón, y particularmente Estados Unidos, viene demostrando en el campo financiero se ha puesto de manifiesto, una vez más, con el lanzamiento de un nuevo producto que universalmente se conoce ya como *venture capital* o capital riesgo. Esta modalidad financiera se presenta, además, avalada por la eficacia demostrada en aquellos países como un instrumento muy importante para hacer frente a la crisis económica que se inició en los años setenta.

Mediante ella el protagonismo del relanzamiento económico pasa a ser asumido por la pequeña y mediana empresa, segmento empresarial relegado tradicionalmente a un segundo plano. A la vez, se propugna la aparición de unos nuevos intermediarios financieros, especializados en capital riesgo, y se indica la conveniencia de adaptar las normas de los mercados bursátiles a este circuito particular de flujos de recursos, creándose también un mercado, si no puramente especializado en capital riesgo, sí con unas determinadas condiciones que le sean propicias.

El concepto de capital riesgo adquiere así unas connotaciones distintas del tradicionalmente concebido como inversión en acciones o títulos de renta variable con rendimiento a riesgo y ventura de la consecución empresarial de beneficios o pérdidas, y se propugnan, para su debido engranaje, unos diferentes protagonistas y unas nuevas instituciones.

El nuevo instrumento es consagrado además como especialmente apto para los calificados como sectores de futuro o de tecnología punta, según la práctica americana de los últimos años demuestra.

Este nuevo modelo —o subsistema financiero para la innovación, según se le ha llamado— es susceptible de estudiarse desde diferentes ópticas. Intentaremos hacerlo aquí desde la puramente financiera.

Para ello, procuraremos primero diseñar el modelo desde un plano más bien teórico, para descender luego a la situación normativa que actualmente tenemos en España.

II. LA FINANCIACION DE LA INVERSION RIESGO

1. Los canales de financiación

Evidentemente, la obtención de recursos para proceder a una inversión que pueda comportar un riesgo superior al que se considere normal puede venir por los tres canales clásicos de ayudas o subvenciones, normalmente de carácter público, de financiación ajena y de financiación propia o recursos propios. El primero lo descartamos por caer claramente fuera del ámbito de nuestro objeto en este trabajo.

Tampoco es el segundo el que aquí se debe abordar en profundidad, aunque condicione e influya en la obtención de los fondos propios. Efectivamente, el papel que las entidades financieras cumplen en relación con la aportación de recursos a sus clientes mediante cualquier modalidad de préstamo viene condicionado por la flexibilización general del sistema financiero, la liberalización y la ampliación de la concurrencia que permitan una actitud menos reservada a la hora de entregar fondos a empresas con inversión arriesgada. Ello forma parte de un clima económico general que no esté marcado por un ambiente de crisis en donde la preocupación, polo opuesto a la inversión en riesgo, sea la lógica actitud de bancos, cajas de ahorros u

otras entidades financieras. Pero además, aunque todos los condicionantes de este tipo fueran favorables, no debería ser mediante el endeudamiento como las empresas obtuviesen la principal financiación de sus inversiones arriesgadas.

El tercer canal antes indicado, es decir, los fondos propios, es el que fundamentalmente nos interesa. Es el capital riesgo en su estricto sentido. Es la aportación de fondos con vocación de permanencia para la inversión a riesgo superior al normal.

2. El mercado. Oferta y demanda

La conjunción de la oferta y la demanda de capital riesgo será la que marque el punto de equilibrio, en un momento determinado, de la financiación adecuada a la inversión en riesgo. Si la oferta es superior a la demanda, estaremos ante el caso de instrumentos de financiación adecuados que no encuentran proyectos de inversión en riesgo suficientes, lo que sería indicativo de la ausencia de proyectos innovadores, entre otras posibles razones, por falta de agresividad empresarial. En el caso contrario, sería la insuficiencia de medios financieros la que impediría que las inversiones innovadoras proyectadas por los empresarios pudieran ser llevadas a cabo.

Es, pues, en el contexto del mercado en donde se ha de encontrar la solución a la financiación necesaria y suficiente para las inversiones de riesgo que demande la iniciativa empresarial. Un mercado de capital riesgo, si se quiere, estimulado e incentivado por el Estado, e incluso con reglas en cierto modo particulares; pero, en cualquier caso, abierto, flexible y en el que la libre concurrencia pueda desarrollar sus máximas posibilidades, aunque sin olvidar las elementales normas de control estatal encaminadas, precisamente, a garantizar la confianza de los que a él acuden en esa igualdad de oportunidades, sin distorsiones y con una transparente información.

3. La descentralización

Hay que decir que, en este sentido, la descentralización juega un papel estimulante del buen funcionamiento de este tipo de mercado. Tal como se pone de relieve en otro lugar, los inversores en capital riesgo y del capital riesgo han de estar lo más próximos posible. El inversor en capital riesgo no se limita a la aportación de fondos, sino que, por sí o a través de otro, pretende conocer el tipo de inversión a la que va destinado su ahorro y participar en servicios

complementarios de programación de esa inversión material y de seguimiento de su ejecución. Es un inversor que quiere ser consciente del mayor riesgo particular que asume, por contraposición a aquel que se basa en garantías objetivas y definidas por parámetros de carácter general que ofrecen poco riesgo. De ahí que para que un mercado de capital riesgo sea propiamente transparente haya de estar constituido por lo que se pudiera denominar varios submercados: su ámbito puede ser tanto sectorial como territorial, pero, en cualquier caso, descentralizado a las necesidades de cada oferta y demanda de capital riesgo.

La consecuencia o causa, según se mire, de lo anterior es que el natural eje del capital riesgo es la pequeña y mediana empresa. Aquí es, como ya se ha indicado, donde la inversión en riesgo tiene las mayores posibilidades de desarrollarse. Incluso cuando una gran corporación decide acometer un proyecto de alto riesgo reduce expresamente el tamaño del ámbito en que va a desarrollarse mediante la creación de una empresa de reducido tamaño, vía la segregación de una parte de ella misma. La pequeña empresa ofrece casi todas las posibilidades de control del riesgo que motivan a efectuar la inversión al titular del capital riesgo.

También la diversificación ha de acompañar, en buena lógica, a las anteriores notas de un mercado operativo de capital riesgo. Diversificación que, en paralelo con la descentralización, podrá ser tanto sectorial como territorial. La inversión será más decidida y los mercados más fluidos si el riesgo puede situarse a distintos niveles y en distintos sitios. Ello provocará una disminución del riesgo conjunto o total, lo que indiscutiblemente animará a esta clase de inversores.

4. Los elementos personales

Sin embargo, en este mercado o mercados habría que preguntarse si lo primero que ha de darse es la oferta o la demanda. Si no hay mercado de capital riesgo porque no se ofrecen suficientes proyectos de inversión arriesgada o porque no se ofertan suficientes y adecuados medios o instrumentos financieros. Aunque es claro que ambos aspectos se relacionan entre sí, la pregunta no la consideramos superflua. En otros lugares de este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* se pone de manifiesto cómo no es una idea nueva la promoción de la inversión innovadora y arriesgada. Si bien es verdad que el protagonismo, tanto en nuestro país como en otros, ha sido llevado por el Esta-

do, mientras que lo que ahora se pretende es incentivar un posible nuevo mecanismo que cargue las tintas fundamentales sobre la iniciativa privada, aunque no olvidando los incentivos de carácter público, como los fiscales, que se consideran primordiales.

Tampoco es aquí donde procede estudiar las razones de la posible falta de proyectos empresariales innovadores, que pueden ir desde una determinada manera de planificar la enseñanza hasta consideraciones del tipo de una determinada mentalidad empresarial.

5. Los elementos reales

En cambio, sí hay que abordar si el riesgo exige una financiación adecuada y las condiciones necesarias para que ésta se dé. Generalmente, el mayor riesgo de la inversión proviene del dato peculiar de que ésta se realiza en proyectos nuevos o innovadores, cuya financiación no se adapta a los canales normales establecidos por el sistema financiero.

Efectivamente, la inversión innovadora, que no tiene que ser forzosamente en todos los casos de carácter técnico, comporta varias fases, que se suelen clasificar en cuatro: exploratoria (elaboración de prototipos, estudio de mercado, etc.), de transición (instalaciones piloto, adaptación de la producción), de lanzamiento del producto y, la última, de penetración en el mercado. Es evidente que las dos primeras son las que necesitarían de una financiación específica, ya que las otras dos se acomodan más a la actividad normal de la empresa y, por lo tanto, su financiación puede obtenerse por medios normales.

6. Los elementos formales e institucionales

Como ya hemos dicho, los poderes públicos han instrumentado históricamente una serie de vías para suplir esa ausencia de financiación en algunas fases: las subvenciones, en sus variadas formas de préstamos privilegiados por organismos oficiales, exenciones, reducciones y bonificaciones fiscales. Los inconvenientes que hoy presentan estos mecanismos hace que se haya intentado su sustitución por otras fórmulas. Así, la política de rigor presupuestario, la necesidad de simplificar los procedimientos burocráticos, el objetivo de estimular la concurrencia de los agentes económicos, la conveniencia de suprimir los circuitos privilegiados de financiación.

En la actualidad se pretende superar dichos mecanismos, tanto desde un punto de vista cuantitativo, por considerarse que están agotando su virtualidad operativa, como desde un ángulo cualitativo, ya que se entiende más propia la utilización de instrumentos de carácter privado, si bien incentivados por el Estado. Estos instrumentos son la creación de entidades especializadas (sociedades y fondos de capital riesgo) que, a modo de intermediarios financieros, canalizarán estos fondos específicos a inversiones de alto riesgo. De esta forma se intenta articular esa necesaria financiación atípica que requiere la innovación.

A su vez, esta financiación especializada demanda propiamente un mercado también diferenciado o, cuando menos, en donde pueda desarrollarse sin las rigideces normales. Con ello se cerraría el círculo del circuito financiero en donde los flujos del capital riesgo pudieran cumplir la finalidad deseada. Todo ello al margen, y en paralelo, de los circuitos de carácter público, y en concordancia con los principios de desregulación, universalidad y modernización del sistema financiero que hoy presiden la reforma de éste.

III. UN MERCADO APROPIADO

1. La situación de la pequeña y mediana empresa

La situación de la pequeña y mediana empresa, en donde hemos visto que el capital riesgo puede desarrollar toda su virtualidad creadora, exige un replanteamiento de su estrategia financiera. El excesivo endeudamiento, la insuficiencia de capitales propios, los defectos de gestión, por la frecuente confusión del papel de los gerentes y accionistas, y, consecuentemente, la poca capacidad inversora, tanto de carácter innovador como de mera reposición, están requiriendo ese replanteamiento.

Efectivamente, la crisis económica que se arrastra desde mediados de la década de los setenta no está aún superada. La pequeña y mediana empresa, que la sufre con particular intensidad, ofrece un bajo rendimiento del capital invertido, con unos resultados que no permiten la autofinanciación y, consecuentemente, con una débil inversión. El recurso al endeudamiento y la restricción de la inversión muestran la fragilidad de las empresas de este tamaño.

En este marco empresarial se pone de manifiesto la necesidad de promover las condiciones

necesarias para cambiar la estructura financiera, abriendo cauces para reforzar los fondos propios y, dando un paso más, movilizar el capital riesgo para romper la atonía de la inversión.

2. La conveniencia de un mercado apropiado

Independientemente de consideraciones de otro tipo (esteche del mercado bursátil, etc.), desde la óptica que aquí estamos tratando la creación de lo que se ha denominado segundo mercado podría ayudar en buena medida a solucionar o paliar esos problemas, ya que las notas que han de configurar este mercado en las Bolsas de Comercio se adaptan claramente a las necesidades de la pequeña y mediana empresa y, en particular, a la canalización de las inversiones de capital riesgo. La emisión de acciones, en lugar de obligaciones, que puedan ser transmisibles con fluidez en un mercado, permitirá un reforzamiento de los fondos propios.

Mediante este mercado financiero se puede articular el canal entre los inversores con necesidad de recursos a largo plazo y los ahorradores que buscan seguridad y liquidez, sin los costes de intermediación propios de las entidades financieras clásicas (bancos, cajas de ahorros). Un mercado de valores apropiado para las pequeñas y medianas empresas que capte ahorro al menor coste de intermediación para transformarlo en inversión, y en donde, más concretamente, dicho ahorro e inversión puedan tener el calificativo de alto riesgo sin desviaciones traumáticas.

Con ello, este mercado de valores, que podría asimismo ser calificado de pequeño o mediano, traslada el protagonismo de la inversión en este campo del Estado a las empresas emisoras de los títulos que habrán de cotizarse en él. La confrontación en él de la oferta y la demanda de capital permitirá dar solución a los problemas que estas empresas tienen en las diferentes fases de su inversión, inclusive en aquellas de mayor grado de riesgo, permitiendo un mejor equilibrio entre el endeudamiento y los fondos propios.

La descentralización ha de ser otra de las notas que configuren este segundo mercado. La proximidad de los oferentes y demandantes, que permite un más particular conocimiento mutuo, facilitará la fluidez y amplitud del mercado en este segmento. Mediante una red de intermediarios especializados, podría realizarse la interconexión de estos mercados regionales, al modo que sucede en Estados Unidos con la Na-

tional Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ).

3. Financiación en momentos de alto riesgo

En el período de iniciación y crecimiento empresarial, el segundo mercado puede ser especialmente apto para la obtención de nuevos recursos propios mediante los aumentos de capital, con lo que esas nuevas inversiones que se planifican en dichas etapas de la vida de una empresa pueden ser financiadas con una diversificación apropiada. Son los momentos en que la esperada progresión de futuras rentabilidades permite a los ahorradores invertir con futuras esperanzas de fuertes plusvalías de los títulos que suscriban. Las inversiones innovadoras y arriesgadas son las propias de estas etapas. El mercado permitirá la liquidez de los títulos suscritos en caso de una decisión de desinversión antes de la obtención de toda o parte de la plusvalía final.

Como efectos secundarios, la ampliación de los partícipes en el capital de la empresa que estas nuevas suscripciones implican obligará a una gestión empresarial más racional y transparente, lo que a su vez redundará en una imagen más positiva y abierta de la empresa en cuestión, y el propio mercado dará a la empresa una buena publicidad, actuando a modo de caja de resonancia de aquellas pequeñas y medianas empresas de reducido ámbito sectorial o territorial.

IV. LOS INTERMEDIARIOS ESPECIALIZADOS EN CAPITAL RIESGO

1. Su necesidad

La respuesta afirmativa a la hipotética pregunta de si es necesaria una figura típica de intermediario financiero para la canalización del ahorro destinado a inversiones que, por su índice de riesgo, no puede acudir a fuentes convencionales de financiación, viene determinada por varias razones. Baste apuntar aquella que se desprende del trabajo que, en otro lugar de esta publicación, examina las figuras afines a las sociedades y fondos de capital riesgo. Naturalmente, la inversión en riesgo, como cualquier otro tipo de inversión, puede siempre realizarse directamente, sin intermediación alguna, y ya hemos visto cómo un segundo mercado sería apto para confrontar estas ofertas y demandas. Sin embargo, unos intermediarios especializados vienen requeridos por las características peculiares del capital riesgo.

2. Características

Estas características vienen dadas por su finalidad, temporalidad y destinatario. El fin que se persigue no es una toma de posición de control de la empresa, sino más bien participar minoritariamente en los recursos propios de ésta, sea en el mismo capital social o en otra figura que así pueda ser calificada. La segunda característica es que el capital riesgo no tiene vocación de permanencia, sino que, una vez madurada la inversión material en la que ha sido empleado, el titular pretende recuperar su capital con la correspondiente plusvalía. Por último, como ya hemos repetido, los destinatarios del capital riesgo suelen ser empresas de pequeño o mediano tamaño, en donde puede ser pleno el desarrollo de la inversión innovadora o arriesgada.

3. La inversión colectiva

Es evidente que los intermediarios financieros convencionales no encajan normalmente con las características de esta inversión. Ni siquiera aquellos que pudieran considerarse el género respecto de la especie de las denominadas sociedades y fondos de capital riesgo, esto es, las figuras acuñadas en las instituciones de inversión colectiva. Por la distinta operatividad y la regulación específica de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria, estas instituciones no son aptas para que los valores mobiliarios u otros activos financieros que compongan su activo puedan ser calificados como aquellos que por sus características, antes expuestas, constituyan capital riesgo. El coeficiente mínimo que han de cumplir en inversiones de valores mobiliarios con cotización bursátil se compagina mal con esa función, ya que la inversión justamente habrá de dirigirse a entidades que no coticen en Bolsa. En definitiva, las sociedades y fondos de capital riesgo son sociedades y fondos de inversión que, por sus peculiares características, exigen un tratamiento distinto.

Pero, además de la tipicidad de la inversión, este intermediario financiero especializado cumple, normalmente, otras funciones, que pudieran denominarse accesorias, respecto al objeto principal de la propia inversión, las cuales no son menos importantes y también sirven para distinguirlo de los demás. La sociedad o fondo de capital riesgo aporta con frecuencia asesoramiento y control al proyecto de inversión en riesgo. No sustituye a la gestión propia de la entidad participada, pero le da la orientación y cobertura técnica que a ésta, por sí misma, le es más difícil y costoso obtener.

La inversión en capital riesgo a través de intermediarios especializados permite una mayor diversificación del riesgo asumido, pudiendo reproducirse aquí el texto que caracteriza a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria en el sentido de compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades. Se dan, pues, las características de toda inversión colectiva. Al invertir, colectivamente, en varios proyectos de riesgo, aquellos que consigan sus objetivos servirán para compensar la falta de rentabilidad de aquellos que fracasen, diluyéndose así el mayor riesgo.

4. Temporalidad mínima y máxima de la inversión

Sin embargo, habría que añadir el matiz propio de la inversión del capital riesgo, esto es, que la inversión ha de mantenerse durante un cierto tiempo, pasado el cual se realizará la desinversión, de donde se puede deducir una determinada naturaleza mixta de entidad financiera y de *holding*. El capital riesgo, por definición, implica un determinado ciclo de maduración, ya se trate de un proyecto concreto o del lanzamiento de una empresa. Decidido el proyecto o la creación de la empresa, cuyos estudios preliminares ya hemos visto que han de financiarse con capital riesgo, hasta que la realización de ambos conceptos están lanzados al mercado, habiendo madurado la inversión y desaparecido ese mayor índice de riesgo de toda innovación, transcurre un espacio de tiempo durante el cual el capital riesgo cumple la función que le es propia, y durante el cual tiene sentido esa actividad complementaria de asesoramiento.

Esta obligación del mantenimiento de la inversión durante un cierto tiempo, que obviamente no se da en las sociedades y fondos de inversión comunes, justifica que los beneficios fiscales se gradúen según una escala que depende de la mayor o menor diferencia temporal entre el momento de la adquisición de la inversión y el momento de su enajenación.

Sin embargo, esta inversión siempre es temporal. Habrá de mantenerse mayor o menor tiempo, pero su vocación clara es la desinversión, con la realización de la correspondiente plusvalía.

Asimismo, esa que se pudiera calificar como mayor fragilidad de la inversión del capital riesgo, por los momentos o fases de la inversión especialmente delicados en los que interviene,

es lo que explica que se requieran una serie de condiciones o marco de entorno apropiados para que pueda desarrollarse, y que se justifican por la gran potencialidad de desarrollo económico que lleva implícito el capital riesgo.

5. El indicador de la inversión en riesgo

Precisamente la mayor o menor aversión al riesgo en la inversión de una economía puede ser utilizada como un índice de la vitalidad creadora de la misma, así como del momento de crisis que esté viviendo. Se podría afirmar que la inversión en títulos con nulo riesgo, como los emitidos por el Estado, es el oponente de la inversión en alto riesgo en intermediarios especializados, sociedades y fondos de capital riesgo, y que cuando aquéllos absorben la mayoría de los recursos de los ahorradores, individuales o institucionales, la salud económica de una economía deja mucho que desear. La situación inversa sería exponente de una gran vitalidad económica y de un momento de relanzamiento económico general, al estar promocionándose empresas nuevas y también nuevas inversiones, con los consabidos efectos beneficiosos que ello conlleva.

Las sociedades y fondos de capital riesgo son unos intermediarios financieros que canalizan recursos hacia inversiones con un potencial altamente productivo, inversiones que, por la nula o menor solvencia —principalmente a causa del desconocimiento que implica la innovación— de las empresas que las reciben nadie estaría dispuesto a realizar si no son estos intermediarios.

6. Inversión con un máximo de participación

El otro elemento del capital riesgo y de las sociedades y fondos de capital riesgo es común a sus homólogos en valores mobiliarios. La inversión en la empresa ha de ser minoritaria, en el sentido de que no busca el control ni suplantar la gestión de la propia empresa. De ahí las limitaciones que las reglamentaciones de ambas formas de entidades de inversión suelen tener establecidas.

Se puede ya concluir diciendo que la necesidad de estos intermediarios financieros especializados viene constituida por la misma conveniencia de canalizar un ahorro determinado a unas unidades productivas determinadas, con carácter minoritario y temporal, y a cuya actividad inversora especial se acompaña la presta-

ción de una serie de servicios de asistencia profesionalizada. Su función es la de entrar en las empresas como socio minoritario que aporte un determinado capital a largo plazo, no presionando para la obtención de dividendos a corto plazo, ya que busca la plusvalía en el momento de la desinversión a la vez que le ofrece sus servicios. Como se ha dicho, la sociedad o fondo de capital riesgo viene a constituir «un monitor a distancia» de las empresas en las que participa.

V. EL INVERSOR INICIAL EN CAPITAL RIESGO

1. Matices diferenciadores

El ahorrador o inversor inicial en capital riesgo puede ser individual o institucional. A su vez, la inversión puede efectuarla directamente o vía un intermediario financiero especializado, sociedad o fondo de capital riesgo. Lógicamente, buena parte de los rasgos que acabamos de exponer de la inversión de los intermediarios son comunes a la que realiza el inversor inicial. Sin embargo, se pueden aquí resaltar algunas diferencias o matices propios.

2. La liquidez

Así, podría comenzarse diciendo que, desde el punto de vista del ahorrador individual, el buen funcionamiento de un mercado bursátil adaptado al capital riesgo es más trascendente que desde la óptica del intermediario. Esto se evidencia al ver que el objetivo primordial de todo mercado bursátil es canalizar la financiación desde los ahorradores últimos a las unidades productivas. Las posibilidades que un mercado organizado ofrece, principalmente la de hacer líquida la inversión inicial en cualquier momento, animará la decisión de los ahorradores para colocar sus fondos en capital riesgo.

Además, las sociedades y fondos de capital riesgo, mediante su asistencia profesional, pueden animar a las empresas en que participan a introducirse en el segundo mercado. No es, por tanto, incompatible, sino más bien al contrario, la existencia de las dos vías que puede tener el ahorrador para invertir en capital riesgo: un mercado especializado y unos intermediarios especializados. Ese abanico de posibilidades del inversor en capital riesgo que le ofrecen ambas instituciones, que a su vez se complementan, animará al ahorrador inicial.

3. El rendimiento esperado

También el objetivo de este inversor es la obtención, al cabo de un cierto tiempo, de un rendimiento vía plusvalía. Lo que vendrá facilitado por el segundo mercado, en donde la posibilidad de rotación de fondos permitirá el acceso de una masa de ahorradores que puedan estar, sucesivamente, entrando y saliendo del mercado.

4. Una cierta seguridad ante el riesgo

La lógica seguridad mínima que el pequeño inversor demanda puede ser perfectamente ofrecida por las reglas del segundo mercado, pues esa seguridad a la inversión del intermediario le viene dada por el asesoramiento y control que su equipo profesionalizado le va a hacer de la empresa participada. Efectivamente, el pequeño inversor no puede tener, *a priori*, la misma confianza en la buena gestión de las pequeñas y medianas empresas que tiene en la de las grandes. Por eso, las reglas del segundo mercado, y en particular aquellas referidas a la información de las empresas que cotizan en él, pueden hacer desaparecer esa lógica prevención inicial del pequeño ahorrador a invertir directamente en capital riesgo. Por otra parte, el enfrentamiento diario de la oferta y la demanda en el mercado y la institución de la contrapartida están dando a este tipo de inversor la mejor información sobre la marcha de las empresas que se están cotizando.

Finalmente, aunque la necesidad de diversificación de instrumentos financieros puede predicarse con carácter general, se puede entender que es más importante desde la óptica del pequeño inversor individual. Su decisión se facilitaría más si, junto a las acciones ordinarias, dicho inversor pudiera optar por otro tipo de instrumentos tales como obligaciones convertibles, acciones privilegiadas (como, por ejemplo, el privilegio de prelación en caso de liquidación de la entidad) e incluso fórmulas de préstamos participativos.

En cuanto al inversor institucional, entendemos que, salvo que el mercado de capital riesgo permita unas buenas expectativas por sí mismo, no se decidirá por este tipo de inversión, salvo que se le obligue, vía coeficiente obligatorio, o se le incentive especialmente con cualquier mecanismo fiscal o de otro tipo. La seguridad que debe de presidir la inversión de los fondos de pensiones, compañías de seguros, etc., así lo indica.

VI. ETAPAS DEL CICLO DEL CAPITAL RIESGO

Examinados los principales protagonistas desde el punto de vista financiero, veamos cómo se engarzan las distintas fases. La empresa demandante de financiación para una inversión de alto índice de riesgo puede obtenerla:

- a) Directamente del ahorrador.
- b) Directamente de una sociedad de capital riesgo o de un fondo de capital riesgo.
- c) A través del mercado bursátil, en el segundo mercado, si acude a él a cotizar sus títulos, sean acciones u obligaciones.

La sociedad o fondo de capital riesgo puede captar los fondos colocando sus acciones en los ahorradores finales o en los inversores institucionales, bien directamente, bien a través del segundo mercado, si acude a él a cotizar sus títulos. Los fondos así obtenidos puede invertirlos en las empresas, bien directamente, bien a través del segundo mercado, mediante la adquisición de los títulos en él cotizados de las empresas que realizarán inversiones con alto índice de riesgo.

Los ahorradores pueden: a) suscribir acciones o participaciones de sociedades o fondos de capital riesgo, bien directamente, bien, en su caso, operando en el segundo mercado; b) suscribir títulos de empresas para inversiones arriesgadas, bien directamente, bien adquiriendo en el segundo mercado los títulos en él ofertados por estas empresas.

La desinversión cerrará el ciclo del capital riesgo. Esta podrá realizarse bien mediante la compra de la participación por la propia empresa, bien vendiéndola a otros ahorradores o intermediarios, directamente o a través del segundo mercado.

Para que este teórico ciclo de flujos funcione es necesario que:

- a) Los empresarios demanden financiación para inversiones de riesgo.
- b) Los ahorradores entiendan que se dan las condiciones económicas para colocar sus fondos en capital riesgo.
- c) Existan intermediarios financieros especializados.
- d) Exista un mercado bursátil adaptado a las pequeñas y medianas empresas, principales demandantes de inversiones en riesgo.

Con este modelo, el empresario obtiene fondos para efectuar unas inversiones que sólo da-

rán rentabilidad al cabo de un cierto tiempo y el ahorrador obtiene la plusvalía final en ciertas condiciones de seguridad y, en su caso, liquidez. Todo ello lubricado por unos intermediarios financieros y un mercado de títulos apropiados.

VII. EL MARCO INSTITUCIONAL Y NORMATIVO EN ESPAÑA

La aplicación en España del modelo especializado que hemos expuesto es muy reciente. Este modelo, que hoy nos ofrece la doctrina y el derecho comparado con visos de novedad, pero que, como en otro lugar se comprueba, contempla en el fondo ideas que ya se estaban aplicando, aunque con mayor o menor fortuna, se intenta desarrollar en España con la regulación de las sociedades y fondos de capital riesgo y el segundo mercado. Instituciones ambas que nacieron y se desarrollaron, por primera vez, en Estados Unidos, y que en Europa han sido recibidas más tardíamente, aunque, como el caso del segundo mercado en Francia y Gran Bretaña, experimentan en la actualidad un inusitado desarrollo.

El Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, expone entre sus motivos la necesidad de una mayor liberalización, ampliación de mercados y creación del entorno institucional adecuado a efectos de preparar la economía española ante la reciente adhesión a la CEE.

Así, regula por primera vez las sociedades y fondos de capital riesgo, justificándola en los efectos positivos de relanzamiento e innovación, con las lógicas consecuencias en la inversión productiva que han significado en otros sistemas financieros. Les asigna la naturaleza mixta de entidad financiera y *holding*, y la finalidad de mejorar la estructura financiera de las empresas comprometidas en los sectores productivos de mayor futuro mediante una mejor asignación de los recursos. Y, con los mismos objetivos y motivaciones, inicia la regulación de un segundo mercado en las Bolsas españolas.

VIII. LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO

La regulación de estas instituciones de inversión colectiva especializada se contiene en el citado Real Decreto-Ley y en la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986, por la que se establecen las normas de acceso al Registro Admi-

nistrativo Especial. Antes de entrar en el análisis de esta normativa, quisiéramos advertir que nos venimos limitando a la óptica financiera y que entendemos conveniente recoger las críticas más significativas que ya ha recibido esta recién nacida regulación.

1. El rango normativo

La primera que puede sostenerse es aquella que va dirigida a la propia elaboración y naturaleza de la norma. Se ha dicho que:

a) La urgencia de un Decreto-Ley se compagina poco con la reflexión más detenida que debiera de requerir la implantación de unas instituciones de esta naturaleza.

b) El rango de Ley obliga a otra del mismo tenor para modificar aquellos aspectos que pueden requerir una mayor flexibilización de adaptación a la coyuntura.

En cualquier caso, lo que sí es notorio es el esfuerzo del legislador para intentar dar solución a los problemas que se confiesan en la exposición de motivos, y respecto a los que todo el mundo está de acuerdo en que hay que resolverlos.

2. El objeto

El significado literal que se deduce de la redacción del objeto social, en el artículo 12, también puede ser discutible. El objeto debe ser exclusivamente la toma de participaciones con carácter temporal en el capital de las sociedades participadas. Sin embargo, como hemos visto, la asistencia profesional o técnica de la sociedad o fondo de capital riesgo es una actividad complementaria, pero necesaria para el seguimiento del desarrollo de la inversión en riesgo. Tampoco el calificativo de riesgo figura en lugar alguno, salvo en el nombre de estos intermediarios financieros, con lo que la promoción o fomento de una sociedad puede no ser necesariamente una inversión arriesgada y, sin embargo, se está beneficiando de un estatuto jurídico especial.

3. Instituciones de inversión colectiva

Como no podía ser menos, la estructura jurídica básica de las sociedades y fondos de capital riesgo está tomada de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Y así se establecen unos patrimonios mínimos, la necesidad de gestoras y depositarios para los fondos, remitiéndose expresamente en este supuesto a la Ley 46/1984, y, en general, podría entenderse que esta regu-

lación podría actuar como supletoria de la especial establecida para las sociedades y fondos de capital riesgo. No obstante, de ello se aparta la necesidad de un número mínimo de accionistas con un límite máximo de participación, lo que es extraño a las restantes instituciones de inversión colectiva y, en general, a la regulación de los intermediarios financieros.

4. Los coeficientes de inversión

Al objeto de garantizar el cumplimiento del fin que les es propio, se establece un coeficiente mínimo del activo de las sociedades y fondos de capital riesgo que deberá de ser invertido en capital riesgo. Para ello se utilizan como parámetros los títulos, acciones o participaciones y el que no sean empresas que se coticen en el primer mercado o cotización oficial de las Bolsas de Comercio españolas. Independientemente del juicio que puede merecer el porcentaje del coeficiente mínimo, sí parece que, por una parte, la limitación a esos títulos choca con la flexibilidad que el modelo teórico exige de diversificación de instrumentos para inversión en riesgo, y, por otra, como ya hemos apuntado, que no necesariamente ha de ser inversión con alto índice de riesgo la toma de participaciones en empresas no cotizadas o cotizadas en el segundo mercado.

También, para cumplir el requisito de que la inversión no lo sea con vocación de control de la gestión en la entidad participada, se establece un límite máximo de esa participación en el capital. No se justifica tanto, en base a los principios generales del modelo teórico, el que haya también que tomar una participación mínima en dicho capital, pues evidentemente ello puede redundar en contra de la flexibilidad para poder diversificar el riesgo, que constituye un principio admitido en toda inversión colectiva.

La temporalidad de la inversión, tanto en mínimo como en máximo, se pretende conseguir indirectamente con la escala de coeficientes para calcular la plusvalía a efectos fiscales, y en lo que no podemos entrar aquí.

Por último, la norma, innecesariamente, declara la posibilidad de las sociedades y fondos de capital riesgo de cotizarse en el segundo mercado cuando estén inscritas en el Registro Especial. Es claro que, limitándose a esta declaración, las sociedades y fondos de capital riesgo, inscritos o no, como cualquier otra entidad, podrán cotizarse en el segundo mercado si cumplen las condiciones que se establezcan para su acceso a él.

IX. EL SEGUNDO MERCADO

La otra institución, creada recientemente, que aquí nos corresponde examinar es el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio. Su regulación se inicia con el Real Decreto-Ley citado y está contenida en el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, y en la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986, apareciendo entre sus motivaciones expresas aquellas que se relacionan con el capital riesgo, junto con otras principalmente bursátiles y del propio mercado de valores, ya que, como hemos visto, la relación de éste con la situación financiera de las pequeñas y medianas empresas y de éstas, a su vez, con el circuito de capital riesgo es evidente.

Efectivamente, la exposición de motivos del Real Decreto indica cómo la creación del segundo mercado permitirá ampliar las posibilidades de acceso a los mercados de capitales de aquellas pequeñas y medianas empresas que, por su dinamismo e iniciativa, necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo, al adecuar a éstas las obligaciones formales y las condiciones de permanencia en el mercado bursátil.

Los aspectos que aquí interesa destacar de la regulación del segundo mercado son los siguientes:

A) Deja un amplio margen a las juntas sindicales para la ordenación del mercado. El Real Decreto y la Orden Ministerial conceden a las juntas la facultad de ampliar información, tramitar el expediente y resolver en función del juicio que se formen sobre el cumplimiento de las condiciones de admisión.

B) Se establecen unos requisitos mínimos, probablemente demasiado bajos, para la admisión a cotización de las acciones. A ello condujo la idea de poner las menos trabas posibles para los títulos-acciones y la de posibilitar que accedan a él nuevas empresas, no exigiéndose un mínimo de tiempo de actividad, lo que, lógicamente, facilita la promoción de nuevas empresas en consonancia con una de las principales facetas que puede tener la inversión en capital riesgo.

Sin embargo, en los títulos-obligaciones se toman ciertas precauciones, por entender, entre otras razones, que las acciones son los títulos que se consideran más deseables para la filosofía y finalidad que se pretende con el segundo mercado, principalmente la captación de recursos propios por las empresas y la reordenación de su estructura financiera.

C) Se descargan en lo posible, respecto de lo establecido para el primer mercado, las obligaciones formales, tales como presentación de documentos, información, etc., si bien se toman, asimismo, ciertas precauciones en cuanto al contraste de los datos contables que presentan las empresas (auditorías) y a que la información sea suficiente y con la periodicidad necesaria para poder formar un correcto juicio de las entidades que accedan a este mercado. Característica también en línea con la filosofía del capital riesgo.

D) Se pretende asegurar la liquidez mediante el mecanismo de la contrapartida. Sin perjuicio de posibles reproches a la articulación concreta de estos *market makers*, respecto a los que la práctica dará las pautas para una futura reforma, la garantía de la liquidez proporciona el requisito indispensable de que hemos hablado para la fluidez y movilización del capital riesgo.

E) Se reducen los costes de admisión y liquidación, aplicándose los derechos de arancel en un 50 por 100.

F) Por último, el segundo mercado se configura como un mercado permanente y paralelo al primero, al no tener consecuencias directamente la cotización en aquél para su admisión en éste, ni establecerse un techo o plazo máximo para mantenerse en el segundo mercado, aunque lógicamente el rodaje que éste supone facilitará de hecho la entrada en la cotización oficial. No es, propiamente hablando, un mercado de aclimatación por el que tengan que pasar previa y forzosamente las empresas que vayan a cotizar al primer mercado. Más aún, al no establecerse un techo o límite de cualquier tipo a las empresas que puedan acudir a él, podrán cotizar en el mismo aquellas que también puedan hacerlo en el primer mercado. Así, el capital riesgo podrá canalizarse en el segundo mercado sin rigideces y con flexibilidad.

Conviene hacer una referencia al porqué de la disposición que, por primera vez, contiene en nuestra normativa la referencia al segundo mercado. El texto del artículo 21 del Real Decreto-Ley 1/1986 contempla solamente la posibilidad de que los valores cotizados en el segundo mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio sean aptos para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa, así como que servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión de los intermediarios financieros. Para poder conceder los beneficios fiscales, esto es, la vigente posibilidad de acogerse a la desgravación por inversiones que se contiene en la Ley del Im-

puesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se consideró pertinente que así se autorizara por una norma de rango legal, para evitar cualquier duda de aplicación de estos beneficios, si bien en la redacción dada por la Ley de Presupuestos para 1985 al artículo 53, apartado g), de la Ley del Impuesto, se dispone que se deducirá de la cuota el porcentaje correspondiente de lo invertido en la suscripción de títulos «con cotización en Bolsa», sin más especificación de cotización oficial, calificada o de otro tipo, como podría considerarse la del segundo mercado.

De esta forma se aseguró este importante incentivo para el desarrollo del segundo mercado, equiparándolo a efectos fiscales al primero, con lo que se intenta dar las máximas ventajas que permitía la legislación vigente a este cauce de canalización del ahorro en capital riesgo a través de los mercados financieros.

En definitiva, el segundo mercado podrá ser el marco para que tanto las sociedades y fondos de capital riesgo como las pequeñas y medianas empresas puedan acudir a una fuente de financiación tradicional, cual es los recursos propios, vía ampliaciones de capital o emisión de obligaciones convertibles, sin tener que acudir forzosamente al endeudamiento. Los inversores iniciales o los intermediarios especializados, sociedades y fondos de capital riesgo podrán desinvertir sus participaciones, con lo que se cierra la última etapa del ciclo de financiación del capital riesgo.

X. CONCLUSIONES

Hay una expresión anglosajona que dice: «Deme un empresario de primera con un proyecto de segunda. Nunca al revés.» Por las razones que sean, la vitalidad empresarial en Estados Unidos se puede decir que es tradicional y se remonta a los tiempos de su nacimiento.

En el marco americano se daba el caldo de cultivo para que se desarrollase el riesgo de la innovación y se financiase también arriesgadamente, sirviendo de motor para un relanzamiento económico.

La más tardía recepción en el continente europeo de este remozado concepto de capital riesgo obedece a razones más profundas que a la simple causa de no haber descubierto a tiempo este instrumento de financiación. Más acorde con su estructura socioeconómica, la inversión en riesgo ha venido adoptando en esta parte del mundo otras formas, como se expone en otro lugar referido al caso español.

Hoy, la internacionalización de los mercados rompe las barreras nacionales y, desde luego, no se sostiene la afirmación de que, en términos generales, las características empresariales de un país son radicalmente distintas de las de otro en aquellos del mismo entorno económico.

La recepción de esta nueva idea del capital riesgo debe de hacerse, naturalmente, dentro de un marco institucional apropiado, y sus necesarias especialidades financieras, fiscales, tecnológicas, empresariales, etc., han de ser tenidas en cuenta por los agentes económicos, el principal de los cuales es el Estado. Pero éstas deben de ser aquellas que permitan un juego libre al capital riesgo. No menos, pero tampoco más. Y aquí convendría, en nuestra opinión, hacer la advertencia de que una cierta pereza a la inversión arriesgada, que sube de punto a medida que se da más esta característica, es nota bastante común en buena parte de los países del Viejo Continente; quizá, en la actualidad, como inercia de anteriores épocas. Ello induce a mirar siempre al Estado como cobertura y asegurador en última instancia, demandando beneficios públicos especiales para cualquier paso adelante.

Ello se compagina mal con la propia filosofía que subyace en el capital riesgo, mediante la cual el sector privado es el que ha de sustituir al sector público en la inversión en innovación, tecnología punta, etc., vistos los buenos frutos que ha dado en otros países y los escasos que ha producido en este terreno la actividad pública, amén de consideraciones de otro tipo. El mayor rendimiento esperado con la maduración de la inversión más arriesgada ha de ser lo que sirva, fundamentalmente, para movilizar el capital riesgo.

La creación del marco propicio, que corresponde, desde luego, en buena parte al Estado, vía la correspondiente producción normativa, es un camino nuevo en estos países, cuyo sentido puede que haya de cambiarse en sus comienzos hasta que pueda encontrarse la dirección adecuada a cada situación económica.

Se puede afirmar que el modelo teórico que necesita el capital riesgo está bastante elaborado por la doctrina y la experiencia de los países

más avanzados en este terreno, y es lo que se ha intentado exponer en la primera parte del presente trabajo. En él aparecen unos nuevos o diferenciados inversores, intermediarios financieros, mercados de contratación de títulos y, casi también, se podría decir, unos nuevos empresarios con unos nuevos proyectos de inversión. En definitiva, todo un circuito propio de canalización de los flujos financieros del capital riesgo.

La reciente andadura en este preciso campo, desde el punto de vista financiero, de la normativa española constituye la segunda parte. En ella no se ha pretendido reproducir una serie de artículos, sino más bien tratar de su contenido, sin obviar las críticas que consideramos pudieran tener algún sentido.

Los instrumentos financieros básicos están ya creados. Ahora está por ver si las regulaciones de las sociedades y fondos de capital riesgo y del segundo mercado cumplen los objetivos que se les han asignado, y si la vitalidad del sistema es capaz de suplir los posibles defectos de esta normativa inicial. Normativa que debería ser considerada como «derecho vivo», según la expresión acuñada para clasificar aquella que debería de nacer con vocación de flexibilidad para poder ser adaptada sin rigideces a las necesidades socio-económicas para las que fue elaborada; debiéndose ahora recordar que, en nuestra opinión, sí parece necesaria la deslegalización de algunos aspectos relativos a las sociedades y fondos de capital riesgo que se regulan en el Real Decreto-Ley 1/1986, por el obstáculo para cualquier adaptación que implica la elaboración de una norma con rango legal, aunque sea la propia Ley de Presupuestos anual.

Por último, aunque no lo menos importante, hay que indicar que el desarrollo en España de un circuito de flujos de capital riesgo fluido y eficaz dependerá no solamente de estos nuevos instrumentos, sino también, y probablemente en mayor medida, de los demás protagonistas del sistema. La actitud del inversor inicial, la formación y mentalización empresarial, la promoción investigadora en la enseñanza, la divulgación de los sectores de futuro y, desde luego, los condicionamientos económicos generales, son algunos de éstos.