EL CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS Y EUROPA

Cristóbal MARMOLEJO OÑA

INTRODUCCION

El capital riesgo, en el sentido y con el alcance con el que aquí se va a utilizar esta expresión, surge después de la segunda guerra mundial en los Estados Unidos. Su gran expansión se produce en ese país a partir de los años setenta, como consecuencia de la revolución tecnológica, la falta de dinamismo y flexibilidad de las grandes corporaciones para hacer frente a ese reto y la existencia de entidades especializadas en captar recursos para financiar a medianas empresas de carácter innovador.

Este fenómeno surgió mucho después en Europa, y está siendo objeto de una gran atención por parte de los agentes privados y públicos de sus economías.

Pero ¿qué es el capital riesgo? La respuesta a esta pregunta es importante porque la literatura y la estadística en torno a este fenómeno están muy mediatizadas por ese concepto previo, y pueden parecer contradictorias (no existiendo realmente tal contradicción si tenemos en cuenta el distinto sentido y alcance con el que a veces se utiliza esta expresión).

Aquí se utiliza capital riesgo (CR) con la misma significación que tiene en la economía norteamericana la expresión *venture capital* (VC), pero tampoco se puede desconocer que en algunas ocasiones a este fenómeno se le acota con otras expresiones como «capital fomento», «capital promoción» o «capital desarrollo».

El CR se trata como el conjunto de recursos, actividades, mercados e instituciones financieros orientados a financiar, de forma especializada y con carácter temporal, a pequeñas y medianas empresas innovadoras.

Con ciertos matices, éste es el concepto restringido que dan las personas que se han preocupado de delimitar el CR de otros recursos, actividades, mercados e instituciones que existen en los sistemas financieros desarrollados.

De lo anterior resulta una serie de características que acotan el campo comparado del CR en este trabajo:

1.º El CR, como tantos otros fenómenos financieros, se aborda como recursos, actividades, mercados e instituciones del sistema financiero y no exclusivamente en algunos de los aspectos del sistema.

2.º El CR hace referencia a una actividad y a unas entidades especializadas. Este lado profesional del fenómeno restringe mucho el ámbito del CR, puesto que viene a excluir a una gran parte de recursos que un gran número de personas y entidades suministran de forma transitoria a empresas innovadoras.

Por ello existen autores que distinguen dos clases de capital riesgo:

a) El CR sistemático, regular, especializado o profesional. Es el que aquí se trata.

b) El CR no organizado o no profesional o no especializado. En este sentido, el origen del CR es el origen del comercio, puesto que siempre han existido sujetos que han aportado a otros recursos con los que financiar sus actividades.

3.º Estas entidades especializadas invierten sus recursos en unas empresas que ofrecen el siguiente perfil:

a) No son grandes empresas o corporaciones. Son pequeñas o medianas empresas (PYME), sin la rigidez propia de las grandes corporaciones para plegarse a las diarias innovaciones de la economía. La imaginación, la flexibilidad y la adaptabilidad de este tipo de empresas y sus directivos a las nuevas y siempre cam-

biantes exigencias del mercado es un elemento esencial del CR.

b) Estas PYME son empresas innovadoras, pero la característica de la innovación no se puede entender, como hacen algunos, como circunscrita a la alta tecnología o la tecnología punta.

Capital riesgo existirá siempre que se financie una empresa que ofrezca un producto o un servicio algo diferenciado a los productos y servicios que estén ofreciendo el resto de las empresas, pero sin que sea precisa la existencia de nuevos productos o nuevas tecnologías. La PYME financiada debe de ofrecer a los productores y consumidores una novedad de tipo tecnológico, comercial, organizativo o financiero.

Este trabajo se titula «El capital riesgo en Estados Unidos y Europa». A esos ámbitos políticos y económicos viene referido exclusivamente. En realidad, se podría haber llamado «El capital riesgo en el mundo», puesto que fuera de Europa y Estados Unidos existe algo de CR sólo en Canadá.

En Japón, a principios de los años setenta, se trató de potenciar el CR, pero todos los intentos que se hicieron fracasaron. En los años ochenta se están haciendo esfuerzos de nueva revitalización mediante la creación de un segundo mercado, al estilo norteamericano.

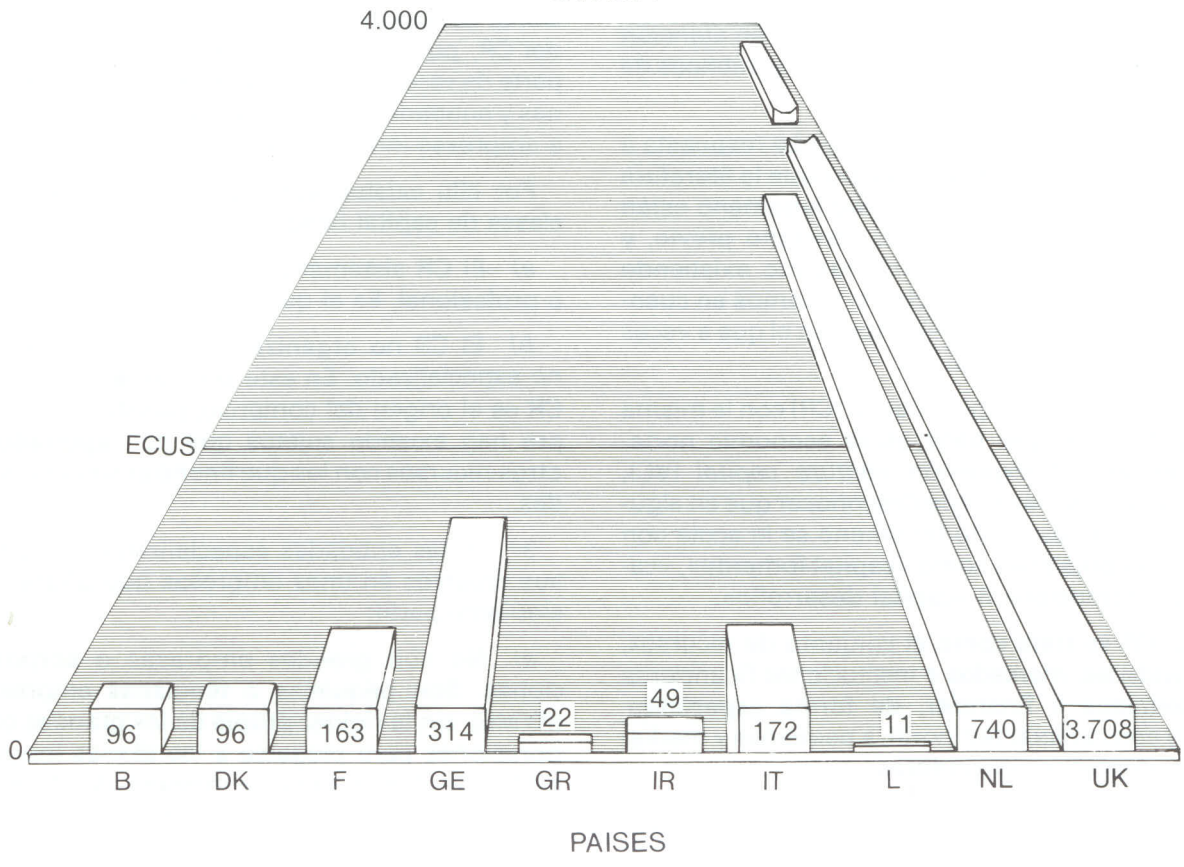
Con este sentido restringido, ¿qué cantidad de recursos de CR existen en Norteamérica y Europa? Este dato previo podría dar una idea general de la dimensión de este reciente fenómeno. En América se calcula que existen alrededor de 14.000 millones de dólares, contando los variados agentes económicos que gestionan CR. En Europa (a diciembre de 1984) se calcula que existen 5.371 millones de ecus.

Existen, por lo tanto, del orden de dos billones y medio de pesetas dirigidos al CR, de los que una cuarta parte son europeos.

En Estados Unidos el CR ha venido representando en los años ochenta una media del 0,4 por 100 del PIB, y en Europa en conjunto ha venido representando el 0,2 por 100 del PIB.

Por lo que se refiere a la distribución geográfica de estos recursos, resulta que existen importantes concentraciones de CR en determinadas zonas de estos continentes. El 70,6 por 100 del CR norteamericano está concentrado en los Estados de California (36,2 por 100), Nueva York (21,3 por 100) y Massachusetts (14,8 por 100).

GRAFICO 1



En Europa se reproduce este fenómeno, y el CR en el Reino Unido representa el 69,9 por 100 del total comunitario.

En el gráfico 1 se recoge la distribución del CR en Europa.

El CR ocupa ya un lugar bien delimitado en América y Europa, y tiene unas líneas generales comunes en orden a aspectos sustanciales como los agentes que financian y son financiados por el CR, las entidades que gestionan estos recursos y los espacios en los que se efectúan las transacciones. Por ello el CR se puede comprender encontrando respuestas contrastadas a media docena de preguntas.

— *¿Quiénes aportan sus recursos para que sean invertidos en CR?*

A esta respuesta se dedica el apartado I (la oferta de CR), analizando quiénes son estos agentes económicos y cuáles son sus finalidades y estrategias, además de obtener una plusvalía.

— *¿Quiénes se financian con CR?*

Al análisis de las empresas que acuden a las instituciones de capital riesgo (ICR) se reserva el apartado II (la demanda de CR). En él se observan los sectores económicos en los que estas empresas se encuadran y se exponen las distintas etapas de su biografía en que pueden ser financiadas por CR.

— *¿Quiénes gestionan el CR?*

La respuesta está en el apartado III (las distintas formas de ICR), en el que se exponen las variantes jurídicas, económicas y comerciales de las ICR que sirven de agentes gestores del CR y de intermediarios entre los aportantes de los recursos y las PYMES.

— *¿Cuál es el* modus operandi *de estas ICR para seleccionar y gestionar las inversiones?*

Para ello, el apartado IV (el ciclo del CR) hace un recorrido por las distintas etapas que atraviesa un proyecto financiado por CR, desde que alguien con un proyecto original llama a las puertas de una ICR hasta que ésta realiza sus plusvalías.

— *¿En qué espacios institucionales suelen realizarse estas plusvalías?*

De ello se ocupa el apartado V, que trata de los mercados diseñados para la financiación de las PYMES, de los que en los países latinos se ha venido en llamar «segundos mercados» (SM).

En ese apartado se verá que en todos los países existe una fuerte conexión de las ideas potenciadoras de las PYMES con el CR y el segundo mercado. Esta conexión se manifiesta en la legislación extranjera, en los trabajos de la CEE y en los de la OCDE, en los que conjuntamente se aborda el capital riesgo y el segundo mercado. En España la vinculación se detecta en la coincidencia cronológica con la que, a nivel normativo, se institucionaliza el CR y el segundo mercado.

—*¿Qué medidas adopta el sector público de los distintos países para promocionar el CR?*

En el apartado VI (el sector público y el CR) se analiza la intervención directa del Estado y otras esferas públicas en el CR, como financiador y gestor del mismo, y en el apartado VII se recogen las medidas adoptadas por los poderes públicos para promocionar el CR.

El último apartado viene referido a las principales diferencias entre el CR norteamericano y el europeo.

I. LA OFERTA DE CAPITAL RIESGO

En América y Europa los inversores en CR, con distinta importancia, son los siguientes: el Estado y el resto de las organizaciones públicas territoriales, los bancos, los fondos de pensiones, las compañías de seguros, las universidades y las fundaciones, las grandes corporaciones y los inversores privados.

En 1985, los inversores de CR en Europa fueron los siguientes:

	Porcentaje
Bancos	32,0
Grandes empresas	20,9
Inversores privados	13,3
Compañías de seguros	11,4
Fondos de pensiones	9,6
Sector público	6,2
Otros	4,1
Bolsa	2,4
Universidades	0,1

Los inversores de CR en Estados Unidos son:

	Porcentaje
Bancos y grandes corporaciones	25
Fondos de pensiones	19
ICR	17
Inversores privados	11
Inversores extranjeros	8
Empresas	7
Compañías de seguros	7
Fundaciones	5

Teniendo presente que en Estados Unidos existen tres tipos de ICR atendiendo al tipo de entidades que invierten en capital riesgo:

— Las ICR caracterizadas porque sus inversores son un grupo muy heterogéneo. Son fondos de pensiones, empresas, inversores individuales, compañías aseguradoras, fundaciones, universidades, etc. A este tipo de ICR se las puede llamar independientes, privadas o particulares. Todo este conglomerado representa el 58 por 100 del *venture capital* (VC) norteamericano.

— Las ICR dependientes o filiales de bancos o de corporaciones industriales. Representan el 25 por 100 del VC de éste.

— Las *Small Business Investment Companies* (SBICS). Son ICR que, como se verá, están en parte financiadas por el sector público. Su actividad de CR viene a representar el 17 por 100 de éste.

En el apéndice gráfico aportado a este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero* por el profesor José Martí Pellón se visualizan con claridad todas las cuestiones relativas a los inversores de CR. Las inversiones de las ICR independientes en Estados Unidos (fig. 1.1*a* y *b*). El origen geográfico, dentro de Estados Unidos, de los recursos de CR (fig. 1.1*c*) y los inversores de CR en España (fig. 1.1*e*). Los tres tipos de ICR en Estados Unidos, según los aportantes de los recursos, se reflejan en la figura 1.3*a*. La distinción entre las ICR independientes y las ICR dependientes de grandes bancos y corporaciones industriales también se da en el Reino Unido, y se refleja en las figuras 1.3*b* y 1.3*c*.

¿Qué persiguen estos inversores al colocar sus recursos en CR? La respuesta inmediata es bien sencilla: obtener una plusvalía.

Pero, además de esta finalidad común a todos los inversores en CR, existen otras motivaciones y estrategias que aquí se tratan de explicar.

1. El sector público

Cuando un Estado o cualquier entidad pública invierte sus recursos en CR tiende, en última instancia, a solucionar los problemas de financiación de las PYMES y a promover la innovación empresarial en general o la innovación tecnológica en particular.

El interés público suele tener aquí un acento muy localista en todos los países.

2. Los bancos

La banca, al aplicar una parte de sus recursos al CR, tiende a obtener una plusvalía, pero además tiende a aumentar la clientela, puesto que con ello consigue relacionarse con una empresa desde sus inicios.

La presencia de la banca industrial en el CR es mucho más significativa, sobre todo en los países en los que existen diferencias sustanciales entre ésta y la banca comercial.

Tanto en Europa como en Estados Unidos los bancos realizan sus inversiones en CR por tres vías:

— Participando con el sector público en las ICR promovidas por alguna entidad pública. En Estados Unidos, una parte de los recursos de las ICR son de la banca.

— Participando en una ICR independiente. En el gráfico 1.1.*a* del trabajo ya citado la aportación de la banca norteamericana y estas entidades se encuadra en la rúbrica «empresas».

— Constituyendo una ICR controlada por el grupo bancario.

Generalmente existen entidades especializadas en la gestión de CR en la órbita de los grandes bancos europeos y norteamericanos, siendo aconsejable la independencia jerárquica y funcional (con respecto al banco) de los directivos de estas entidades. Se calcula que un tercio del capital riesgo europeo y norteamericano procede de la banca.

3. Las grandes corporaciones

Las grandes corporaciones industriales de los sectores más avanzados persiguen al invertir en CR:

— Obtener altas plusvalías.
— Tener acceso a las innovaciones tecnológicas.
— Diversificar sus inversiones.
— Evitar la fuga de sus directivos.

Para comprender las variadas motivaciones de estas grandes empresas debe de tenerse en cuenta la incapacidad de las mismas para adaptarse a las innovaciones tecnológicas. La burocratización, la jerarquización y los controles de gastos hacen que se pierda un tiempo vital para rentabilizar un descubrimiento.

Si una ventaja tecnológica se pierde en sólo meses, estas multinacionales no pueden mantener su situación adelantada en el mercado inter-

nacional, pues les falta dinamismo para ello. Por esto, sus innovaciones tecnológicas se producen en el seno de empresas con tamaños más adecuados, colocando a sus directivos en las mismas.

Con ello se consigue tecnología y se evita el *spin-off,* expresión referida a la habitual fuga de directivos para montar su propio negocio aprovechando los conocimientos adquiridos y/o la clientela conocida en la corporación.

Pero las estrategias utilizadas por las grandes multinacionales para conseguir estos objetivos son muy variopintas. Las más importantes son las siguientes:

— La inversión, como accionista minoritario, en PYMES dedicadas a la innovación tecnológica, para tener acceso a estas innovaciones.

— La asignación de unos recursos de la empresa y de unos directivos y técnicos de ésta para desarrollar un producto o proceso en un tiempo predeterminado. Los directivos y técnicos gozan de total autonomía para administrar esos fondos en ese plazo.

Se trata de una solución de carácter organizativo, que se conoce con la expresión *intrapreneurship,* tendente a conseguir la novedad necesitada y a evitar la fuga de sus directivos, estimulando su independencia, su imaginación y capacidad de trabajo.

— La otra fórmula es la de constituir ICR colocando a directivos y técnicos en ellas. A su vez, estos directivos y técnicos pueden incorporarse a los proyectos financiados por la ICR.

La inversión de las grandes multinacionales en CR representa, aproximadamente, la cuarta parte del CR europeo y americano.

4. Los fondos de pensiones

Los fondos de pensiones (FP) tienen un puesto destacado en la financiación del CR. En Estados Unidos este papel es mucho más significativo que en otros países. En Estados Unidos representan el 19 por 100 de los inversores de CR y el 31 por 100 del CR independiente.

Los FP tienen una presencia tan activa en el CR norteamericano y británico por las siguientes razones:

— Por las elevadas tasas de rentabilidad que ofrecen las ICR.

— Para que las grandes corporaciones que patrocinan los FP puedan tener acceso a nuevas tecnologías y productos en base a los resultados de los proyectos financiados.

Con respecto a esta finalidad, que no va en interés de los pensionistas, hay que tener presente que una ley norteamericana de 1974 estableció la responsabilidad de la empresa patrocinadora del FP hasta un 30 por 100 de su neto patrimonial.

— Para diversificar más aún sus inversiones.

Los FP tenían en sus carteras sólo títulos de grandes emisores, por lo que se entendió que esta diversificación, correctamente entendida, exigía la toma de participaciones de PYMES.

Pero el principal problema de la inversión en CR de los FP radica en la falta de liquidez de estas inversiones y los altos riesgos, que no se consideran adecuados para una institución que debe practicar una política de inversiones conservadora que asegure el cumplimiento de los compromisos contraídos.

Para solucionar estos problemas de adaptación del CR a las finalidades de los FP, en Estados Unidos han recurrido a la siguiente política de inversiones en CR:

— No invertir sólo en una ICR, sino en varias.

— No aportar más del 20 por 100 de los recursos de la ICR.

Con ello, la diversificación es doble: por la diversidad de ICR en las que los FP invierten y por la diversidad de proyectos financiados por cada una de las ICR.

— Participar en ICR de forma sindicada con otros FP u otros inversores.

En los casos en los que un FP se sindique con otros FP, se puede pactar que en el caso de que uno de ellos necesite liquidez para afrontar sus compromisos sean los otros FP los que asuman los riesgos de aquel que sufra la falta de liquidez.

A partir de finales de los años setenta y principio de los ochenta, los FP han ido incrementando su participación en el CR norteamericano por diversas razones:

— Por el propio aumento de recursos de los FP durante esos años, teniendo presente que los FP no pueden invertir más del 5 por 100 de sus recursos en CR.

— Por la implantación de un régimen fiscal más favorable a las ganancias de capital.

— Por la suavización de los límites de inversión de los FP que se produjo en 1979.

— Por la potenciación de los planes de contribución, definida a partir de 1981 y en 1982 por la Tax Equity and Fiscal Responsibility Act. Ello es importante cara al CR, puesto que con estos planes (frente a los de contraprestación definida) los FP no tienen compromisos fijos con los pensionistas, lo cual les permite asumir más riesgos en sus inversiones.

Los FP en Estados Unidos, al igual que en el resto de los países, no funcionan (como ocurre con los bancos y las grandes corporaciones) como gestores del CR, sino como simples inversores, puesto que no suelen contar con personal directivo para la evaluación y seguimiento de proyectos.

Existen países europeos en los que los FP no tienen la importancia en la financiación del CR que tienen en Estados Unidos y en el Reino Unido. En Italia su contribución es prácticamente nula, y en Alemania se prohíbe que los FP puedan invertir en CR.

5. Las compañías de seguros

Son otros agentes significativos en la financiación de CR. Su papel es destacado en Estados Unidos y el Reino Unido, pero en otros países su aportación al CR es nula o muy poco significativa.

Ello depende de la política aseguradora de cada país y de si se insiste en la defensa de los asegurados, imponiendo a las entidades una cartera conservadora en su totalidad o si se permite que una pequeña parte de esa cartera (del 1 al 5 por 100) esté invertida en CR. En el caso de Italia y Alemania, la legislación prohíbe que las entidades aseguradoras inviertan en CR.

6. Los inversores privados

Este segmento de financiación del CR ha perdido la importancia que antes tenía, y se les viene a denominar «inversores no institucionales».

El origen del CR se encuentra en estos inversores. Son las grandes fortunas de Estados Unidos, como los Witney, los Rockefeller, los Phipp, los Hilman, los Rothschild, las que, después de la segunda guerra mundial, decidieron invertir una parte pequeña de su patrimonio en proyectos con altos riesgos, mediante la creación de sociedades dedicadas a ello.

Hoy los inversores no institucionales de CR son personas físicas de altas rentas y/o patrimonio invertidas o en una ICR o directamente en un proyecto determinado. Aquí las expectativas de las altas rentabilidades es el principal móvil de la inversión.

Lo que se quiere significar es que el CR ni en Estados Unidos, ni en Europa, ni en otros países es una vía adecuada para la aplicación del ahorro popular. Es ésta una fórmula de inversión que siempre exige que sea sólo una parte del patrimonio, y no todo el patrimonio, el que se exponga al riesgo. Además, se trata de una fórmula de inversión que exige grandes cantidades y una serie de conocimientos técnicos a los que no tiene acceso el público. Todo ello hace que no sea aconsejable la inversión de los escasos ahorros de las clases medias en CR.

II. LA DEMANDA DE CAPITAL RIESGO

En este apartado se van a analizar las cuestiones relativas a las empresas que acuden a las ICR para financiar sus proyectos.

En concreto, y en apartados diferentes, se analizarán:

1. Los sectores económicos en los que desarrollan sus actividades.

2. Las distintas etapas de la biografía de una empresa que se pueden financiar con CR.

1. Sectores económicos de las empresas financiadas por CR

El dato básico de estas unidades financiadas por CR es que se trata de PYMES en algún sector innovador.

En las figuras 2.3.*a* y 2.3.*b* del apéndice gráfico citado se reflejan los sectores de interés del *venture capital* en Estados Unidos y Reino Unido. En la figura 2.3.*c,* estos sectores referidos a Europa, y en la 2.3.*d* se recoge la distribución sectorial del CR en España. De todo ello resulta un cuadro comparativo de sectores preferentes del CR en Estados Unidos y Europa en 1985 (véase cuadro núm. 1).

CUADRO NUM. 1
SECTORES PREFERENTES DE INVERSION EN CAPITAL RIESGO. COMPARACION ESTADOS UNIDOS-EUROPA

	Estados Unidos (%)	*Europa (%)*
Bienes de consumo	24	22,5
Computadoras	18	18,8
Asistencia sanitaria	18	1,8
Bienes de equipo	15	12,9
Comunicaciones	11	4,8
Electrónica	6	10,9
Automatización industrial	2	9,2
Otros	6	8,3
Productos químicos y plásticos	—	6,8
Sistemas de distribución	—	4,0

Las circunstancias más destacadas en la evolución de los sectores preferentes en Estados Unidos durante la primera mitad de los años ochenta son las siguientes:

1.ª El progresivo y espectacular aumento de la financiación de empresas dedicadas a la producción de bienes de consumo, como consecuencia del aumento de la oferta de CR sin una demanda de financiación de proyectos avanzados (pasa de un 4 por 100 en 1982 a un 24 por 100 en 1985).

2.ª El aumento progresivo de la financiación de otros sectores, como el de bienes de equipo (del 4 al 15 por 100) y asistencia sanitaria.

3.ª Como consecuencia de lo anterior, la pérdida relativa de importancia de la tecnología punta.

2. Etapas de una empresa que se pueden financiar con CR

Hay autores que distinguen tres etapas de la vida de una empresa a efectos de que se pueda financiar con CR:

— La etapa primera o de iniciación: en ella se investiga y se diseña un producto.

— La segunda etapa, en la que se elabora un producto.

— Y la tercera etapa o de expansión, dedicada a la colocación del nuevo producto en el mercado.

Existen otros autores que matizan más estas etapas y distinguen cuatros fases:

1.ª fase: La de diseño de un nuevo producto. A esta etapa se la denomina *Seed financing,* (inversión siembra).

2.ª fase: La elaboración del producto nuevo. A esta etapa se la denomina *Startup financing,* o de financiación del capital inicial.

3.ª fase: El lanzamiento del producto al mercado. A esta etapa se la denomina *Growth financing,* o financiación del crecimiento.

4.ª fase: Consolidación del producto en el mercado. Desde el ángulo no comercial, sino financiero, a esta etapa se la denomina *establis-hecest finance,* o financiación de la consolidación.

En total se suele considerar que la media de duración de estas etapas es de cinco a diez años.

En Estados Unidos ocurre a veces que una ICR invierte en la primera fase para cederle las participaciones a otras ICR, de forma que la primera es una entidad especializada en la «inversión siembra» y la siguiente está especializada en invertir en unas etapas más maduras.

Existe en Estados Unidos una creciente tendencia a invertir en las primeras etapas. En el gráfico 2.2.*b* del anexo se aprecia esa tendencia. De él resulta que en 1979 se dedicaba el 20 por 100 de los recursos de CR a la 1.ª y 2.ª fases, y en 1982 la aplicación a estas fases se duplica:

	1.ª y 2.ª fases (porcentaje)	*Siguientes fases (porcentaje)*
1978	10	90
1979	20	80
1980	40	60
1981	50	50
1982	40	60

En definitiva, la elección del momento en el que se realiza la inversión es fundamental para medir las plusvalías y minusvalías. La regla lógica es que, a medida que se invierte en etapas más avanzadas de un proyecto, los riesgos son menores y las plusvalías también disminuyen.

1.ª fase. Inversión siembra:

En el cuadro anterior se ve una clara tendencia a invertir en esta fase debido, en Estados Unidos, a las siguientes razones:

— La saturación de recursos de CR frente a los escasos proyectos más maduros que se presentan.

— La mayor preparación y especialización de los directivos de las ICR para detectar el posible éxito de una idea.

— Los resultados espectaculares conseguidos en esta etapa.

— El aumento de los costes de evaluación y selección de proyectos, que hace menos interesante la relación riesgo/rentabilidad.

— La aparición de ICR especializadas en la inversión siembra, desarrollando la actividad conocida como *primitive financing,* que es una actividad de CR consistente en detectar una necesidad entre productores o consumidores, buscar un inventor y después financiar el proyecto a través de una ICR o cederle la financiación a otra ICR.

2.ª fase. Financiación del capital inicial:

En esta fase lo que se financia es la producción inicial y el *marketing.* En el cuadro anterior se aprecia un aumento de las empresas financiadas por CR en esta etapa; en esta fase la finan-

ciación por CR es compatible con las otras fórmulas:

— Las aportaciones por parte del entorno personal del empresario.

— La concesión de créditos bancarios con las correspondientes garantías.

— El lanzamiento de acciones y obligaciones en los segundos mercados.

3.ª fase. La financiación del crecimiento:

En esta fase lo que se financia es la producción en masa y la distribución del producto por todo el mercado. En ella se precisan más recursos que en las anteriores y, como señala el *Informe* de la OCDE y otros informes comunitarios, el principal problema de las PYMES en esta fase es la inoperancia del sistema financiero para dar capital de crecimiento a unas entidades que no pueden ofrecer las garantías personales o reales con las que asegurarse. Para paliar este problema surgieron en Francia las sociedades de garantía recíproca, que tan poco éxito cosechan en España. El CR europeo se aplica en una gran medida en esta fase.

4.ª fase. Financiación de la consolidación:

Esta fase se puede, en realidad, subsumir en la anterior. Si un proyecto financiado por CR no ha sucumbido en las etapas anteriores, es que ha tenido éxito. Por ello es lógico que:

— Las ICR realicen sus plusvalías, cediendo las participaciones a inversores menos especializados, menos especulativos y más conservadores.

— La empresa financiada encuentre los recursos necesarios en esta fase, ya sea por las vías tradicionales ya sea en el segundo mercado.

Existen otras situaciones empresariales en las que las ICR pueden intervenir. Generalmente son situaciones anormales de empresas ya vertebradas. Estas operaciones, que podríamos denominar «atípicas», de las ICR son las siguientes:

— El *management buyont,* que consiste en una operación de compra de una empresa por parte de sus directivos y cuenta en Estados Unidos con una sólida tradición. Tiene múltiples variantes, pero la idea consiste en que la ICR puede financiar a estos directivos el acceso al capital de sus empresas mediante pactos de recompra en favor de los directivos o por cualquier otra fórmula financiera. Aquí lo que se valora es la calidad del equipo directivo, unida al hecho de su mayor aplicación a la empresa que ya es, o puede ser, suya.

— La compra de negocios familiares. El perfil de esta empresa responde a las siguientes características:

- Una vida floreciente de 15 a 25 años.
- Su creación y desarrollo está íntimamente vinculada a la persona del empresario que la gestó y desarrolló.
- Inexistencia de un equipo directivo o herederos capaces de gestionarla.

Son miles las empresas que cierran cada año o que se tambalean a la muerte o jubilación del empresario. En este sentido, la función social de las ICR es indiscutible, y suelen imponer como requisito indispensable para entrar en la operación el cambio del equipo directivo.

— *Turn around situations.* Se trata de una actividad de las ICR en Estados Unidos tendente a solucionar los problemas financieros, gerenciales o comerciales de determinadas empresas. En Europa, y también en España, existen entidades que desarrollan esta actividad.

Dentro de esta categoría existen dos posibles actuaciones de las ICR en relación con las crisis de PYMES:

a) Dirección provisional. Aquí la ICR cede, con carácter provisional y transitorio, directivos a las empresas que se hallen en algunas de estas circunstancias: situación de emergencia debida a causas financieras, comerciales, técnicas o laborales; muerte, renuncia o enfermedad del empresario, o circunstancias de cambios traumáticos. El personal de dirección que cede la ICR puede asumir la dirección general o un área funcional de la empresa.

b) Los planes de viabilidad y gestión de situaciones críticas. La labor consiste en reestructurar y sanear empresas en crisis, proponiendo además la suspensión de pagos, la liquidación, la venta o la fusión o integración en un grupo industrial o financiero.

III. LAS DISTINTAS FORMAS DE ICR

1. Los fondos y las sociedades de CR

Lo que hoy entendemos por ICR puede adoptar distintas variantes jurídicas y económicas. El dato esencial de las variantes de ICR reside, básicamente, en el hecho de si las inversiones se gestionan por las mismas personas que aportan los recursos a la entidad o por terceras personas.

Es decir, si la ICR adopta la forma societaria y la selección de proyectos y el resto de la gestión la realizan los administradores de la misma o si la ICR sigue cauces fideicomisarios, confiando los capitalistas sus recursos a un tercero especializado para que lo invierta en capital riesgo.

En un principio, las ICR adoptaban formas de sociedad controladas por el grupo familiar o económico correspondiente y gestionadas por éste. Ello no obstante, la creciente especialización que exige este mercado ha impuesto la necesidad de entidades gestoras especializadas en la inversión en CR y el abandono de las formas societarias. Este proceso hace ya tiempo que se está dando en Estados Unidos y, en menor medida, en Europa. Por ello, dos son las formas que adoptan actualmente las ICR: la de Sociedad y la de Fondo.

1.° *Las sociedades de capital riesgo*

Estas sociedades suelen adoptar la forma de sociedad anónima y, en todo caso, de sociedad con una responsabilidad limitada; son las llamadas en Estados Unidos *venture capital company.* Corrientemente están sometidas a las normas mercantiles en materia de sociedades.

En la mayoría de los países, especialmente en Europa, existe un régimen financiero específico que ordena, con mayor o menor rigor, la estructura de su accionariado y la estructura de sus inversiones. Pero este régimen específico no tiene carácter obligatorio, sino voluntario, para poder acceder a una serie de beneficios fiscales.

2.° *Los fondos de capital riesgo*

Son los que, en el lenguaje anglosajón, se denominan *venture capital funds* o *venture capital pools.* En estos casos hay que distinguir varias figuras:

— Los aportantes de los recursos, que suelen ser bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, grandes corporaciones y, en menor medida, particulares. Se constituye entre todos ellos, pues, una comunidad de bienes. Puede ocurrir que exista un único inversor para un proyecto concreto.

— Los gestores del fondo. Suele ser una sociedad de capital riesgo u otra entidad especializada en gestionar los recursos de capital riesgo de los terceros. Entre los aportantes y esta sociedad se suelen celebrar contratos de gestión en los que se especifica la responsabilidad limitada de los aportantes, la responsabilidad ilimitada de la sociedad frente a los mismos y la retribución de esta sociedad gestora. Esta retribución se puede fijar por dos criterios:

- En función de los recursos gestionados (suele ser entre un 2 y un 3 por 100).
- En función de las plusvalías obtenidas (entre el 20 y el 25 por 100). La comisión por gesión de recursos se suele cobrar de forma periódica y la comisión por beneficios al realizarse la plusvalía.

El grado de vinculación de los inversores con el fondo es muy variable y depende siempre de lo estipulado con la gestora. De estos fondos destacan:

— Que no suelen constituirse por tiempo indefinido. Su plazo de duración, expresado en los correspondientes contratos, es determinado. Normalmente, de diez años.

A medida en que, dentro de ese plazo, se realizan las plusvalías, se van devolviendo a los inversores las cantidades entregadas más las plusvalías que correspondan.

— Que se constituyen para un proyecto o varios proyectos, pero previamente determinados. Ello quiere decir que la comunidad de riesgos e intereses que se crea entre los aportantes viene referida normalmente a la financiación de determinadas empresas.

La progresiva sofisticación de este mercado ha hecho aparecer una serie de entidades comisionistas, intermediarias entre las PYMES y las ICR y entre los inversores e instituciones y las ICR. Los llamados *invention brockers* son intermediarios entre las personas con algunas ideas innovadoras y las ICR. Las fases de su labor son:

— Encontrar al posible inventor.

— Estudio de la viabilidad comercial del invento.

— Búsqueda de un equipo directivo que pueda desarrollar el proyecto.

— Búsqueda de una ICR que quiera financiar el proyecto.

2. Otras clasificaciones de ICR

Atendiendo al origen de los recursos, podemos distinguir entre los fondos «cautivos» (*captive funds)* y los fondos independientes. Los primeros son constituidos por inversores institucionales para invertir sus propios recursos. Suelen tener un único patrocinador y la gestión puede realizarse directamente o mediante el concurso de una sociedad especializada. Por el contra-

rio, en los segundos se reúnen recursos de muy diversa procedencia, pero con el objetivo común de obtener importantes plusvalías.

Desde el punto de vista de la estructura del pasivo, las SCR pueden estar financiadas sólo con capitales propios o también con capitales ajenos. Este hecho influye decisivamente en el tipo de inversiones a realizar. La existencia de capitales ajenos en la estructura financiera de una SCR exige la inversión en activos que produzcan renta para atender al servicio de aquéllos. Por ello, este tipo de SCR suele invertir en empresas en funcionamiento con una historia conocida y un futuro prometedor, y canalizar al menos parte de su inversión en forma de títulos obligaciones, convertibles o no, que aseguren unas rentas anuales mínimas. Como ejemplo de este tipo de SCR podemos señalar a las ya citadas ICR norteamericanas.

En relación con la anterior distinción, podemos diferenciar entre ICR dedicadas sólo a obtener ganancias de capital y las que buscan ingresos por dos caminos, vía renta y vía ganancias de capital. La estructura financiera es un factor decisivo, pero no el único, para elegir entre las dos opciones. Otros factores son la mayor o menor propensión al riesgo y la existencia de un mercado secundario ágil que permita la desinversión de las participaciones.

Atendiendo al ámbito territorial, las ICR pueden ser nacionales o internacionales, según limiten o no su actuación a las fronteras de un determinado país. La segunda fórmula supone un riesgo mayor, pero tiene la gran ventaja de poder facilitar un crecimiento más rápido a sus empresas participadas, al posibilitar la entrada de sus productos en los mercados internacionales.

Desde el punto de vista sectorial, podemos distinguir entre ICR especializadas e ICR abiertas a invertir en cualquier sector. Mientras las primeras sólo invierten en determinados sectores, las segundas lo hacen siempre que la idea sea viable y el empresario esté capacitado. La primera opción tiene la ventaja de posibilitar un menor riesgo tecnológico y comercial, al especializarse la ICR en determinadas tecnologías para las que ya posee un cierto conocimiento del mercado. En la segunda opción interviene siempre que existan perspectivas de éxito y persigue, como apunta Gutiérrez Viguera, «una conveniente diversificación del riesgo». En algunos casos no se busca la pertenencia a un sector concreto de la actividad económica, sino más bien la complementariedad de las inversiones.

Por el tipo de proyectos en que invierten, Coutarelli considera tres modelos de ICR que sean filiales de grandes empresas. En primer lugar, las que invierten en proyectos relacionados directamente con las líneas de negocios de la matriz (defensivas). En segundo término, las que invierten en proyectos que podrían ser incluidos en alguna división (integrables). Y, por último, las que invierten en proyectos no relacionados con ninguna de sus líneas actuales de negocio (independientes).

En cuanto al seguimiento de la cartera, nos encontramos con dos enfoques contrapuestos: *proactive* o activo y *passive* o pasivo. La diferencia entre ambos radica en que mientras el primero practica una política de seguir de cerca la evolución de las participadas, *hands-on approach,* el segundo es menos estricto en los controles, *hands-off approach.* Seguir la primera opción obliga a que el número de proyectos en los que una ICR invierte no sea muy grande por la limitada disponibilidad de personal preparado.

Algún autor denomina a las SCR que siguen la primera opción *uncertainty reducers* (reductoras de incertidumbre), porque el seguimiento cercano de la evolución de las participadas permite una mayor captación de información, necesaria para la toma de decisiones. A las que siguen la segunda opción las denomina *relative risk evaluators* (evaluadoras del riesgo relativo). Ante el elevado nivel de incertidumbre, éstas se deciden por la inversión en una gran multitud de proyectos, de forma que la diversificación resulte lo más adecuada posible. Mientras que el primer enfoque es característico de la práctica norteamericana, en Europa tuvo más importancia, en un principio, el enfoque *hands-off.* Pero esto ha cambiado en los últimos años por el éxito del capital riesgo en Estados Unidos.

En relación con lo anterior, se distinguen las ICR que son exclusivamente entidades financieras y las ICR que tienen un carácter mixto, esto es, en parte son entidades de financiación y en parte son empresas de asesoramiento empresarial integral.

En Estados Unidos las ICR suelen estar dirigidas por un grupo multidisciplinario de profesionales que tienen como misión financiar empresas y, además, atender todas sus necesidades por vía de colaboración externa. Por estas colaboraciones las ICR cobrarán unos honorarios o no, según el contrato que se haya celebrado con la empresa participada. Además, este asesoramiento se puede dar a empresas no participadas por el grupo.

Tomando como dato los más prestigiosos grupos de *venture capital* de Estados Unidos, éstos son los servicios profesionales que pueden prestar:

— Asesoramiento jurídico (tanto mercantil laboral como fiscal);
— informatización de la empresa;
— ingeniería y desarrollo tecnológico;
— diagnóstico de empresa;
— publicidad;
— gestión de calidad;
— representación de intereses en otros países;
— reestructuración, saneamiento o dirección provisional de empresas en situaciones críticas;
— identidad corporativa o «imagen» de la empresa.

IV. EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO

En este apartado se analizan las distintas etapas por las que, generalmente, transcurre una inversión en CR. Se trata de las diferentes fases que se van sucediendo desde que un empresario, o grupo de empresarios (promotor), toman un primer contacto con la ICR para financiar un proyecto hasta el tiempo en que la ICR considera más oportuno realizar las plusvalías derivadas de esta inversión. En su exposición seguimos los planteamientos de Gladstone en su obra *Venture Capital Handbook,* y los del profesor José Martí Pellón en su tesis doctoral sobre el CR.

Estas fases son las siguientes:

1. La puesta en relación entre la empresa a financiar y la ICR (contactos previos y preselección de proyectos).

2. Si prosperan estas negociaciones, se entra en la segunda etapa, de análisis más detallado y riguroso del proyecto (análisis de proyectos preseleccionados).

3. Análisis de las distintas fórmulas de financiación.

4. En el caso de que la ICR decida financiar el proyecto y exista acuerdo en la fórmula de financiarlo, la cuarta etapa la constituye el seguimiento de la evolución del proyecto, con o sin intervención en el consejo de administración de la empresa financiada.

5. La quinta etapa está constituida por la desinversión o realización de plusvalías, con las diferentes alternativas que después veremos.

1. Contactos previos: los requisitos mínimos de los proyectos a financiar

En esta primera etapa se suministra por los promotores a las ICR una serie de datos específicos del proyecto tecnológico a financiar y datos generales de la empresa en el contexto de la cual se va a desarrollar el proyecto.

La mayoría de las solicitudes recibidas por las ICR se rechazan precisamente en esta etapa por faltarle alguno o algunos de los requisitos que se consideran esenciales para financiar un proyecto.

Estos requisitos que se ponderan en esta etapa son los siguientes:

a) Aceptación por los promotores de la fórmula de financiación que la ICR considere conveniente, según las características del proyecto y la práctica que siga en este punto (intervención en el consejo de administración, financiación interna o externa, etc.).

b) Aceptación, en su caso, por los promotores del carácter minoritario y transitorio o temporal de la inversión por la ICR.

c) Tamaño suficiente del proyecto y de la empresa participada para cubrir los costes del proceso de selección. Estos costes, a veces, se hacen muy elevados, por la necesidad de contar con colaboradores externos especializados en determinados campos innovadores.

d) Viabilidad desde el punto de vista técnico, carácter innovador del producto y encuadre del mismo en sectores de futuro.

Estos aspectos serán objeto de un cuidadoso análisis por parte de la ICR en la fase de evaluación de los proyectos. En muchos casos esta labor la realizarán asesores externos. El elevado coste de este servicio ha llevado a que muchas ICR se especialicen en determinados sectores con objeto de realizar estos estudios con personal propio.

Por otro lado, coincidimos con Hoadley en que los *venture capitalists* tienden a preferir productos tangibles frente a intangibles, como por ejemplo *software* para ordenadores. Sin embargo, el aumento en la oferta, y la creciente profesionalización de los equipos gestores de ICR, están provocando un aumento del interés de los *venture capitalists* por estos nuevos sectores.

Las ICR prefieren productos revolucionarios, innovadores, evolucionados y sustitutivos. Los productos revolucionarios son aquellos que provocan un cambio en el estilo de vida, como, por ejemplo, el teléfono, la televisión o el ordenador.

Son difíciles de financiar, por el largo período de tiempo necesario para su desarrollo. Los productos innovadores se definen como desarrollos posteriores de productos revolucionarios, como la televisión en color o el ordenador personal. Los productos evolucionados son aquellos de consumo ya generalizado que pueden ser obtenidos con mayor calidad y a menor precio. Por último, una nueva configuración de un producto en decadencia es lo que el precitado autor designa como producto sustitutivo. Este tipo de producto es el buscado por las ICR dedicadas a financiar la «compra de empresas a crédito» (*leverage buyot).*

e) Situación jurídicamente protegida de la innovación que incorpora el proyecto. En este sentido, se exige que los derechos de la propiedad industrial de los promotores estén inscritos en los correspondientes registros.

f) Amplio mercado. El capital riesgo proporciona recursos para un crecimiento rápido, que será la base para la generación de importantes plusvalías en el momento de la desinversión.

Por lo tanto, es condición imprescindible la existencia de un mercado potencial lo suficientemente amplio como para garantizar la obtención de las mencionadas plusvalías.

En este sentido se expresa también Centelles al señalar que «generalmente se requiere un planteamiento de crecimiento superior al meramente vegetativo y capaz de generar una buena tasa de rendimiento interno».

g) Existencia de un equipo directivo honesto, comprometido y preparado. Todos los trabajos consultados coinciden en reconocer este aspecto como clave, siendo frecuente la exposición de argumentos como el de Bailey: «Una sociedad de *venture capital* puede invertir ocasionalmente en proyectos de segundo grado siempre que la gestión sea de primer grado, pero nunca en el supuesto contrario.»

Otros muchos autores, entre ellos los ya citados Centelles, Domínguez y Gladstone, utilizan argumentos similares para recalcar la importancia de este aspecto en el proceso de selección de proyectos.

Si ordenamos por orden de mayor a menor importancia los tres aspectos que acabamos de tratar, en primer lugar tendríamos que señalar al equipo directivo, a continuación la dimensión del mercado y finalmente la tecnología del producto.

En definitiva, para participar en un proyecto, las ICR exigen que cada uno de los aspectos relevantes del mismo supere ciertos niveles mínimos, destacando sobre todos ellos la calidad y honestidad del equipo directivo. Estos niveles de exigencia tan acusados, implementados a lo largo de todo el proceso de selección y posterior seguimiento de una inversión, tienen la doble justificación de paliar el elevado riesgo de los proyectos a financiar y la inexistencia de garantías reales, que provocan que la ICR quede atada al éxito o fracaso del empresario.

2. Análisis de los proyectos preseleccionados

Cada ICR suele contar con un modelo de requisitos a exigir en los proyectos preseleccionados.

Gladstone, en su obra *Venture Capital Handbook,* recoge, dada su experiencia personal, los siguientes apartados de un proyecto preseleccionado.

1. *Resumen:*

Debe incluir una visión de conjunto del proyecto, haciendo mención de todos los aspectos relevantes del mismo. Básicamente, contendrá la primera información que se remitió a la ICR.

2. *Tipo de negocio y su futuro:*

— Breve historia de la empresa.
— Persona a conectar.
— Localización y sector al que pertenece.
— Descripción general de la línea de productos.
— Desarrollo previsto para los próximos cinco años, señalando los hitos a conseguir en determinados plazos.
— Destacar los aspectos innovadores (producto, tecnología, equipo directivo, etc.).
— Descripción detallada de cada producto (descripción física, características técnicas y precio).
— Clientes actuales y potenciales.
— Mercado al que se dirige (demanda de la empresa y del mercado, crecimiento pasado, previsiones futuras).
— Competencia, productos sustitutivos.
— Estrategias de *marketing.*
— Fases del proceso productivo y estructura de costes.
— Número de trabajadores, cualificación y grado de sindicación.
— Principales proveedores de materias primas.
— Principales subcontratistas.

— Descripción del inmovilizado existente y previsto; conocimientos técnicos necesarios para su instalación y mantenimiento.
— Propiedades inmobiliarias (enumerar).
— Patentes y marcas registradas.
— Presupuesto y objetivos del personal de investigación y desarrollo.
— Litigios en curso, si existen; responsabilidad civil derivada de la actividad de la empresa y medidas adoptadas.
— Organismo público que regula la actividad de la empresa.
— Posibles conflictos de interés (accionistas que tengan participaciones en clientes o proveedores).
— Cartera de pedidos.
— Seguros contratados.
— Impuestos que afectan a la actividad de la empresa.
— Forma social y organigrama.
— Publicaciones especializadas y asociaciones existentes en el sector.

3. *Equipo directivo:*

— Número, nombres y cargos.
— Empleados clave.
— *Curricula* de los directivos clave.
— Tabla de remuneraciones.
— Acciones en propiedad de los directivos.
— Opciones de compra de acciones para directivos.
— Conflictos de intereses de los directivos.
— Otras personas relacionadas (asesores, abogados, contables, etc.).

4. *Descripción del tipo de financiación:*

— Financiación requerida (volumen, estructuración, condiciones, etc.).
— Destino previsto para los recursos solicitados.
— Estimación de las necesidades futuras para financiar el crecimiento.

5. *Factores de riesgo del proyecto:*

— Reducida historia.
— Limitación de recursos.
— Equipo directivo poco experimentado.
— Incertidumbre en el mercado.
— Incertidumbre del proceso productivo.
— Valor de liquidación de la empresa.
— Otros problemas.

6. *Rentabilidad de la inversión y salida:*

— Especificar la fórmula de desinversión que se propone o admite (oferta pública, recompra o venta a otra empresa).
— Tasa de retorno de la inversión.

7. *Análisis de las operaciones y previsiones:*

— Desglose de la cuenta de beneficios de los últimos dos o tres años y proyecciones para los mismos plazos.
— Análisis mediante *ratios* de la estructura de la cuenta de beneficios (histórica y previsional).
— Explicación de los datos y previsiones.
— Otras obligaciones que puedan afectar a la actividad de la empresa.

8. *Estados financieros:*

Todos los documentos deben entregarse auditados, explicados e ilustrados.

9. *Proyecciones financieras:*

— Proyección del estado de origen y aplicación de fondos para cinco años.
— Proyección del estado de tesorería para doce meses.

10. *Información adicional:*

Artículos en medios de comunicación, muestras, planos, folletos, etc. Aquí se incluye cualquier otra información sobre la empresa, el producto y el personal, para que el *venture manager* disponga de mayores elementos de juicio.

La amplitud y complejidad de los aspectos a considerar, así como el detalle con que debe estudiarse cada uno, reflejan el grado de profesionalización de la financiación por capital riesgo a través de ICR.

Una vez que el proyecto obre en poder del *venture manager,* éste lo analizará minuciosamente, suponiendo siempre que las previsiones del empresario son optimistas. De los proyectos recibidos, seleccionará sólo un reducido número, que investigará a fondo. Dicho análisis incluirá:

— Investigación de la veracidad de los datos recogidos.
— Análisis de sensibilidad de la previsiones.
— Estudio del proyecto y del mercado.
— Estudio de la personalidad y *curriculum* del empresario.

En síntesis, el *venture manager* se fijará en cuatro aspectos:

a) El carácter original e innovador del proyecto en su conjunto.

b) La experiencia y preparación del equipo directivo.

c) La existencia de previsiones realistas, previo estudio del tamaño del mercado y de la ventaja tecnológica o comercial sobre los competidores.

d) Posibilidad de realizar las plusvalías esperadas en el plazo previsto.

La *Small Business Administration* (SBA) rechazó solicitudes recibidas por las siguientes razones, según el *Financing Small Business:*

No demostrar beneficios brutos	39
Insuficientes garantías	24
Insuficiencias de recursos	17
No necesidad de recursos	7
Mala situación financiera	2
Insuficiente tamaño	2
Otras causas	3

En la figura 2.7 del apéndice gráfico se aprecian cuáles son las causas de rechazo de los proyectos presentados a las ICR privadas en Estados Unidos. En ella se ve claramente la gran importancia que se le da al equipo directivo.

3. Análisis de las distintas fórmulas de financiación

Superadas estas etapas, no se materializa inmediatamente la inversión, pues es preciso negociar una serie de aspectos de carácter no tecnológico, sino marcadamente financiero. Hay que determinar si se va a financiar el proyecto por acciones o mediante préstamos u obligaciones y determinar el número de acciones, la cuantía del capital, los intereses, etcétera.

Se tiende a que este contrato general de financiación revista las mayores solemnidades admitidas por el Derecho y, dada la lentitud de estos documentos, se suele aconsejar documentar provisionalmente las obligaciones contraídas por las ICR y los promotores del proyecto mediante una especie de carta de compromiso denominada en norteamericana *commitment letter* o *investment memorandum.*

Veamos las distintas fórmulas, desde un punto de vista jurídico y económico-financiero, para financiar los proyectos seleccionados:

Acciones ordinarias:

Es la fórmula que más concuerda con la filosofía de la financiación mediante capital riesgo porque, como contraprestación al elevado riesgo, se obtienen precios de entrada que, en caso de éxito de la empresa, garantizan plusvalías que, en algunos casos, pueden llegar a ser espectaculares.

La participación que se toma es minoritaria, pero en el «contrato de entrada» la ICR suele incluir cláusulas que amplían los derechos que la legislación mercantil reconoce a los accionistas minoritarios.

Sin embargo, tiene un fuerte inconveniente para la ICR, ya que el riesgo alcanza sus mayores índices por la incertidumbre sobre la evolución futura de la empresa. En caso de fracaso, el orden de prelación en el cobro de la cantidad resultante de la liquidación la situaría en el último lugar, junto con el empresario.

Por tanto, el *venture capitalist* suele adoptar esta fórmula cuando confía plenamente en el éxito de la empresa, porque es la que produce un beneficio potencial mayor si dicho éxito se produce.

Acciones privilegiadas:

Las acciones privilegiadas son aquellas que reconocen derechos y ventajas particulares de muy distinto signo. Aunque su uso está muy extendido en Estados Unidos, en Europa se utilizan con poca frecuencia.

Entre los privilegios que pueden concederse podemos destacar la garantía de un dividendo mínimo a percibir anualmente. Frente al atractivo de la obtención de un tope mínimo de rentabilidad nos encontramos con el inconveniente de que los dividendos repartidos no son considerados como gasto deducible en el impuesto sobre la renta de sociedades. Por otro lado, el reconocimiento de este privilegio en etapas tempranas de la vida de la empresa puede suponer una fuerte carga, comparable a la de cualquier tipo de deuda, que afecte a su crecimiento o a su misma supervivencia.

Otro privilegio que podría reconocerse es la prelación sobre el empresario, si se diera el caso, en la liquidación de la empresa.

Desde el punto de vista del empresario, la concesión de estos privilegios de tipo económico podría ir acompañada de la restricción de derechos de tipo político del inversor de capital riesgo, como el derecho al voto, para eliminar el temor de aquél a la pérdida del control de su empresa.

Desde el punto de vista de la ICR, otro privilegio podría consistir en la emisión de acciones

con voto plural, pero, como señala Uría para el caso de España, «el privilegio sólo puede recaer sobre los derechos corporativos o sociales de carácter patrimonial y nunca sobre el derecho de voto».

La utilización de estos títulos en la financiación por capital riesgo es aconsejable en las primeras etapas de desarrollo de la empresa financiada porque, en el momento de la conversión, la ICR tendrá suficientes elementos de juicio para aceptar el canje o reclamar el reembolso.

Préstamos participativos:

Estos préstamos se caracterizan por las siguientes notas:

— Son préstamos a largo plazo.

— La carga financiera depende de los resultados, y se compone de un interés fijo más una participación en los beneficios.

— Se trata de préstamos de último rango. El acreedor tan sólo cobra antes que los accionistas.

— Tienen la consideración de fondos propios.

— No pueden amortizarse anticipadamente, a menos que se realice una aportación equivalente de fondos propios.

Desde el punto de vista teórico, la flexibilidad de este instrumento lo hace muy indicado para su utilización en la financiación por capital riesgo. Para el prestamista tiene la ventaja de la garantía de un interés mínimo y la participación en los beneficios, y el inconveniente de ser un acreedor de último rango. Para el prestatario tiene dos ventajas: la consideración de gasto deducible de la totalidad de la contraprestación que satisface al prestamista y la adición del montante del préstamo a los fondos propios a efectos de determinar la solvencia de la empresa.

Otros:

Existen otros muchos instrumentos derivados de los anteriores, entre los que podemos destacar los préstamos subordinados, que fijan la prelación con respecto a los demás acreedores; los «bonos-renta» (*income bonds),* que reconocen intereses en función de los beneficios y gozan de la consideración de gasto deducible; los «bonos participativos» (*participating bonds),* que a un rendimiento fijo mínimo añaden una participación en los beneficios, y las acciones que tienen limitado el derecho a la libre transmisión (*letter stock)* como una forma de evitar que el empresario abandone la empresa antes de que el inversor de capital riesgo realice su participación. Asimismo, es factible la utilización de préstamos y créditos ordinarios, pero únicamente como instrumentos complementarios.

4. El control posterior de las inversiones

La debilidad de las garantías que el sistema mercantil, tanto anglosajón como latino, ofrece a las ICR por el carácter innovador y mediano de las empresas financiadas hace necesario que los inversores de capital riesgo tomen una serie de medidas. Estas medidas son de carácter tutelar pero también tienden a optimizar la inversión desde el ángulo de una adecuada información y asistencia técnica y económico-financiera a las empresas participadas.

Desde el punto de vista del control de la evolución de la cartera, las ICR suelen exigir:

— Una representación mínima en el Consejo de Administración.

— Establecimiento de mayorías cualificadas para la adopción de determinadas decisiones.

— Informes mensuales sobre la actividad desarrollada.

— Estados financieros mensuales (o trimestrales).

Independientemente de cuál sea el tamaño de la inversión, es aconsejable la presencia de representantes de la ICR en el Consejo de Administración de la participada. De hecho, la representación en el Consejo suele ser un requisito previo para considerar una solicitud de inversión. Por otro lado, hay veces en las que el tamaño de la inversión da derecho a designar a más de un representante y la ICR sólo designa a uno.

Ahora bien, el consejero, o consejeros, que designa la ICR pueden tener o no tener derecho al voto. Así, algunos inversores de capital riesgo optan por la presencia con voz, pero sin voto, para no verse afectados por las responsabilidades exigibles a los miembros del Consejo de Administración. Esta postura parece razonable, ya que en esta actividad es normal que quiebren algunas de las participadas, hecho del que seguramente se derivarían responsabilidades.

En definitiva, siguiendo a Gladstone, existen dos enfoques en cuanto a la forma de realizar el seguimiento. En primer lugar, mediante un consejero que sólo actúa cuando el empresario lo requiere o cuando se plantea un problema grave (*passive adviser).* En segundo lugar, mediante uno o más consejeros que participan ac-

tivamente en la toma de decisiones (*active directors).* A nuestro entender, esta segunda postura sólo está justificada si la ICR se equivocó en la valoración que hizo del personal directivo de la participada en el proceso de selección de la cartera, ya que podría anular la capacidad emprendedora del empresario o servir para que éste acusara a la SCR en el caso de que la empresa fracasara.

En este sentido, Coutarelli indica que una excesiva intromisión en la gestión diaria de la empresa (*overinvolvement)* tiene un elevado coste y podría ser el preludio de una toma de control mayoritario, por el desencanto del empresario al verse imposibilitado para una toma de decisiones en un régimen de mayor autonomía.

Por último, la exigencia de informes y estados financieros mensuales puede permitir a la SCR constatar la consecución de determinados logros e hitos (*milestones)* en los plazos previstos en el proyecto redactado que se estudió en el proceso de selección o, por el contrario, anticipar e intentar corregir las desviaciones que pudieran presentarse. El retraso en la consecución de los mencionados hitos puede suponer una reducción de la rentabilidad esperada y un posible aumento de las necesidades financieras en un futuro próximo.

En el caso concreto de un retraso en el desarrollo del producto, la reducción de la rentabilidad esperada se puede producir por dos motivos. En primer lugar, el coste de acelerar la ejecución de las distintas fases de desarrollo de un producto, según afirma Archibald, crece exponencialmente a medida que se avanza en dicho proceso. Esto supone un aumento del coste con respecto a lo previsto al intentar recuperar el retraso. En segundo lugar, el incumplimiento de los plazos previstos implica una reducción del tiempo de disfrute de la ventaja tecnológica.

Para Coutarelli, además de proponer algún consejero y exigir información periódica sobre las operaciones, la ICR debe realizar *spot checks* (controles puntuales) para conocer el estado de aspectos tales como:

— Las relaciones laborales (conflictividad, motivación).
— Las relaciones con clientes (calidad, imagen y servicio).
— Las relaciones con proveedores (racionalidad).
— El inventario de productos terminados (coste, valoración y provisiones).

Si se detecta algo, debe informarse al empresario, pero no es aconsejable que se ofrezca una solución a menos que éste lo solicite. La aplicación de esta técnica puede provocar situaciones violentas, al sentirse el empresario permanentemente vigilado en todas sus actuaciones. Esto no es deseable, ya que la relación con él debe ser buena durante el largo período de tiempo que transcurre hasta la desinversión.

Gladstone es partidario de establecer señales de alarma, que denomina *red flags,* porque opina que «los empresarios son poco realistas al evaluar problemas» y, continúa este autor, «están atados a sus sueños hasta que su negocio es precintado y el subastador vende la última máquina». Las señales de alarma que propone son:

— Atraso en los pagos, como indicador de problemas de tesorería.
— Pérdidas en los estados financieros remitidos mensualmente.
— Retraso en el envío de estados financieros.
— Estados financieros mal elaborados, como indicadores de una posible mala gestión.
— Drásticos cambios en los balances de situación, especialmente en inventarios y cuentas a pagar o a cobrar.
— Problemas para establecer contacto con el empresario.
— Accidentes frecuentes, que pueden ser cortinas de humo para esconder problemas graves, etcétera.

Esta práctica puede suponer una ayuda para la detección rápida de los problemas, cosa imprescindible para corregir a tiempo desviaciones que podrían suponer el fracaso de la empresa.

Por otro lado, si es el empresario el que detecta algún problema grave, debe informar a la ICR, que de todos modos acabaría enterándose, para que intente ayudar a resolverlo, si todavía es posible, o ejercite sus derechos, en otro caso.

El incumplimiento de las condiciones del contrato de entrada o de los estatutos, como, por ejemplo, no informar sobre la gestión o dar informaciones inexactas, no consultar la opinión de la ICR en la toma de determinadas decisiones, etcétera, es causa de resolución del contrato de financiación por capital riesgo. Las consecuencias inmediatas de la resolución del contrato son la recompra de la participación de la ICR por parte del empresario y la exigencia de responsabilidades en razón a los perjuicios ocasionados por el incumplimiento. La recompra de la participación debe efectuarse en base a baremos fijados en el contrato de entrada. Para cubrirse de una potencial insolvencia del empresario, es

aconsejable que figure la empresa como responsable subsidiaria, dotándose anualmente al efecto la correspondiente reserva.

En el tiempo que transcurre entre la toma de participación y la desinversión se suele presentar la necesidad de recursos financieros adicionales en un porcentaje de casos que está entre el 25 y el 40, siendo las principales causas la aparición de problemas financieros la financiación del crecimiento.

La aparición de problemas financieros puede deberse a la ausencia de un sistema adecuado de control financiero o a la insuficiente capitalización de la empresa. La ICR deberá preocuparse seriamente en ambos casos, pero, si cabe, algo más en el primero de ellos, ya que implica una deficiente actuación del equipo directivo. El segundo caso, insuficiente capitalización, puede deberse bien a un fallo del empresario y su equipo directivo al valorar las necesidades financieras en el momento de la inversión, o bien al recelo del empresario a renunciar a un porcentaje de su empresa, lo que le lleva a solicitar un volumen de recursos financieros insuficiente para llevar a cabo el plan de negocios previsto.

Por ello, una característica del buen inversor de capital riesgo debe ser la capacidad para lograr una rápida detección de los problemas, con objeto de tomar a tiempo las medidas para solucionarlos o liquidar la inversión, evitando así una mayor inmovilización de recursos financieros y humanos en empresas inviables cuando podrían estar generando beneficios en otras inversiones.

Pero la demanda de nuevos recursos no sólo está provocada por la aparición de problemas financieros. Dado que la generación interna de recursos es insuficiente para el logro de un crecimiento rápido, que tiene como meta el logro de la dimensión prevista en el plan de negocios original o establecida en función de las expectativas actuales, normalmente se necesitarán recursos financieros adicionales que podrán ser aportados por la ICR directamente o por otros inversores especializados.

Sobre este tema, Fells aconseja que la ICR mantenga entre el 15 y el 20 por 100 sin invertir para atender a las nuevas necesidades de recursos de las empresas de la cartera. Sin perjuicio de lo anterior, consideramos que la ICR debe captar la atención de otros inversores, con objeto de evitar una excesiva concentración del riesgo en una sola empresa.

5. La realización de las plusvalías

Las fases del CR se terminan con la realización de las plusvalías, que es el objetivo fundamental de las ICR, y su sustitución por otros inversores. Si no existe esta nota de la temporalidad de las inversiones, como ya dijimos, no existe CR.

Las distintas salidas que pueden darse a las inversiones efectuadas por CR son las siguientes:

a) La venta de las participaciones al empresario al que se le ha financiado el proyecto.

b) La venta en los segundos mercados.

c) La venta a otros inversores institucionalizados.

d) La venta a algunos socios o partícipes de la ICR interesados en la innovación tecnológica conseguida por la empresa financiada.

e) La venta a otras ICR especializadas en etapas más avanzadas de los proyectos.

f) La liquidación de la empresa financiada como consecuencia del fracaso del proyecto y la recuperación del total o parte de los recursos aportados.

Las fórmulas típicas y más concurrentes de realización de plusvalía son las dos primeras.

V. LOS SEGUNDOS MERCADOS Y EL CAPITAL RIESGO

La existencia de un mercado de valores mínimamente organizado, menos riguroso, más flexible y con menos exigencias formales y sustanciales que el mercado oficial es un factor importante para el desarrollo de las PYMES.

Para el normal funcionamiento del capital riesgo es precisa su existencia como cauce normal e institucionalizado de realización de plusvalías, puesto que las distintas fórmulas de desinversión que se han analizado en el capítulo anterior tienen carácter atípico y esporádico, y es que el capital riesgo y el segundo mercado son dos realidades interdependientes que no pueden desconocerse. Se analizan en este apartado, por separado, el *over-the-counter* (OTC) en Estados Unidos, el *unlisted securities market* en el Reino Unido y el segundo mercado en Francia.

1. El *over-the-counter* en Estados Unidos

Estados Unidos es un país pionero en el funcionamiento real y en el reconocimiento de es-

tos mercados de segundo o tercer nivel, diferentes a los mercados bursátiles oficiales a los que concurren sólo las grandes empresas.

El llamado mercado *over-the-counter* es lo que en la terminología mercantil latina se ha venido a denominar después segundo mercado bursátil, pero se diferencia de éste en que no existen locales en los que efectuar las transacciones entre los agentes compradores y vendedores y es más independiente con respecto al mercado oficial. Aquí las transacciones se efectúan, generalmente, por teléfono o telex.

El *over-the-counter* es un mercado de valores diferente al mercado bursátil, pero un mercado que opera con habitualidad y que, día a día, informa públicamente sobre los cambios. Además es un mercado reconocido por las autoridades financieras y con unas determinadas reglas de funcionamiento. Aunque las leyes norteamericanas reguladoras del mercado de valores (*Securities Act of 1933* y *Securities Exchange Act of 1934)* no regulasen este mercado, posteriormente la *National Association of Securities Dealers* (NASD) ha sido la institución reguladora del funcionamiento del mercado *over-the-counter* (OTC).

En 1964 se aprobó una enmienda a la *Securities Exchange Act of 1934* que obligó a las empresas grandes que cotizaban en el mercado OTC a cumplir con las mismas obligaciones de registro e información que las que lo hacían en los mercados oficiales. Esto supuso que un gran número de empresas optasen por introducirse en estos últimos, con lo que los mercados OTC se convirtieron en el refugio de las PYMES. En 1967 se exime de la obligación de registro, según lo dispuesto en la sección 12 de la Ley de 1934, a las empresas extranjeras que cumplan la legislación al respecto de sus países de origen. Sin embargo, desde 1982 este privilegio ya no es aplicable a las empresas que se introduzcan en el *National Association of Securities Dealer's Automated Quotations System* (NASDAQ), y desde 1986 no lo será para todas las empresas canadienses incluidas en este sistema que a continuación vamos a analizar.

En febrero de 1971 la NASD presenta el Sistema Automatizado de Cotización de la Asociación Nacional de Agentes de Valores Mobiliarios, popularmente conocido como NASDAQ, en el que podrán participar aquellas empresas del mercado OTC que lo deseen y tengan una cifra de capital superior a 500.000 dólares. El NASDAQ se compone de un conjunto de agentes intermediarios diseminados por el país que actúan como *market makers* (hacedores del mercado), estando todos ellos conectados a una red de información automática.

La actuación en el sistema se puede hacer a tres niveles. En el nivel III el *market maker* dispone de terminal y teclado para introducir, modificar y cancelar el precio comprador o vendedor de los valores con los que trabaja. En 1979 había una media de ocho hacedores del mercado por cada empresa cotizada.

En el nivel II actúan otros intermediarios, sólo con terminales de salida, sin posibilidad de introducir, cambiar o cancelar cotizaciones, los cuales se ocupan de buscar, entre todos los *market makers,* quién ofrece el mayor precio comprador *(bid quote)* o el menor precio vendedor *(asked quote)* para un determinado título.

Por último, en el nivel I la información que se ofrece es un precio comprador o vendedor representativo para dar una idea a los clientes de los intermediarios sobre la cantidad aproximada por la que se puede vender o adquirir un determinado valor mobiliario.

Según el *Informe Wilson,* las 2.600 empresas que participaron en el sistema en 1977, con una capitalización de 78.000 millones de dólares, representaron el 30 por 100 del valor de la negociación en las Bolsas oficiales. El número de empresas cotizadas en 1985 fue de 3.800, según el *Financial Times,* con una capitalización bursátil superior a 280.000 millones de libras.

Aparte del NASDAQ, existen otros sistemas automatizados en la actualidad, como el *Cincinnati Stock Exchange* o el *National Securities Trading System.* En el gráfico 3.1.*a* se aprecia el incremento, a partir de 1979, de las empresas que cotizaban sus acciones a través del NASDAQ.

A pesar de la existencia de mercados OTC para todo tipo de empresas, las posibilidades de introducir en estos mercados PYMES, acción conocida como *initial public offering* (IPO), no han existido siempre. En los años sesenta este tipo de actividad experimentó un gran auge, llegándose en 1969 a un máximo de 1.100 IPO de empresas con ventas inferiores a 10 millones de dólares. Sin embargo, desde esta fecha hasta finales de los setenta casi no se produjeron IPO de pequeñas empresas por el incremento del tipo impositivo aplicable a las ganancias de capital, por el exceso de regulación estatal y por el fracaso de muchas empresas introducidas en etapas tempranas de su desarrollo, durante los años sesenta, como consecuencia de la caída de las cotizaciones experimentada a principios de los años setenta.

La posibilidad de realizar las participaciones es un requisito imprescindible para la existencia de mercados de CR. Por ello, el número de IPO de empresas que recibieron financiación de SFCR es un buen indicador de la salud del sector que nos ocupa, ya que la disminución en dicho número podría desalentar la continuidad del ciclo de financiación mediante capital riesgo.

En el gráfico 3.1.*b* se aprecia esta evolución en el período 1978-1985 y en el 3.1.*c* se visualiza la progresiva disminución de la edad de las empresas en el momento en que se hace la oferta pública de las acciones.

2. El *Unlisted Securities Market* (USM) en el Reino Unido

Este tipo de mercado, al margen de la cotización oficial de las Bolsas inglesas, fue creado en 1980 y ha conocido un desarrollo muchos más intenso que los segundos mercados creados en Francia y otros países europeos.

El número de empresas que han sido introducidas ha crecido de forma constante hasta ahora, aunque los expertos preveían una disminución en el número de entradas a partir del tercer año, de forma que en 1985 entraron casi un centenar de nuevas empresas, superando la cifra de 1984.

En el gráfico 3.2.*a* se observa el gran número de sociedades que, de una forma muy progresiva, han accedido a estos mercados.

En cuanto al número de empresas cotizadas, al final de 1984 era de 270, con una capitalización de 2.900 millones de libras, y a finales de 1985 totalizaban 340 empresas, con una capitalización de 3.500 millones de libras.

En la actualidad la capitalización por empresa más frecuente oscila entre uno y cinco millones de libras, aunque existen bastantes empresas con una capitalización entre 5 y 20 millones, y es raro, hasta este momento, introducir empresas con una capitalización esperada inferior a un millón o superior a 50 millones de libras. Los sectores que más presencia tienen en el USM son los de productos industriales, computadoras y servicios y energía.

En el gráfico 3.2.*b* se aprecia el estado de capitalización de las empresas que han accedido al USM, y en el gráfico 3.2.*c* se destacan los sectores en los que se ubican estas empresas.

Existen diferentes formas de entrar en el USM, siendo la fórmula *placing,* que consiste en la oferta de las acciones directamente a inversores institucionales, la más frecuentemente utilizada. Otras fórmulas posibles son *offer for sale,* que consiste en la oferta pública de las acciones a un precio fijo; *tender method,* recomendable cuando las expectativas son muy buenas, mediante el cual se ofrecen a subasta un conjunto de títulos, y, por último, la simple introducción de empresas cuyas acciones, al menos un 10 por 100, están ya en manos del público, es decir, empresas que antes utilizaban los mercados OTC para transmitir sus acciones y captar recursos propios adicionales, *introduction.* En función de las características de la empresa y de la emisión, así como de la coyuntura, el intermediario que se encarga del lanzamiento, *stockbroker* y/o *merchant bank,* es el que mejor puede asesorar sobre la fórmula idónea a utilizar.

En cuanto a las empresas que han dejado el USM, hay que destacar las que se han pasado al mercado oficial y las que fueron adquiridas por grandes empresas. En 1985 se redujo considerablemente el número de empresas que dieron el salto al primer mercado. Según Tomkins, dos son las causas que han provocado este descenso. En primer lugar, las nuevas reglas vigentes desde enero de 1985 para la entrada en el mercado oficial de la Bolsa de Londres (LSE) y, en segundo lugar, la dimensión y estabilidad alcanzadas por el USM, que ya no siempre justifican el salto al primer mercado.

En el gráfico 3.2.*d* se ve la importancia que el *placing* (oferta a inversores institucionales) tiene en la variada gama de procedimientos de acceso al USM. En el 3.2.*e* se aprecia el destino de las empresas que abandonaron el USM, destacándose las dirigidas al mercado oficial. De todas formas, en el gráfico 3.2.*f* se observa una disminución del trasvase USM-mercado oficial.

3. El segundo mercado en Francia

En Francia, en materia de mercados paralelos, hay que distinguir:

— Los mercados *hors-cote* (fuera de cotización).
— Los segundos mercados.

Los mercados *hors-cote* (creados en 1978) están abiertos a todas las empresas sin formalidades particulares. Funcionan en París, Burdeos, Lille, Lyon, Marsella y Nancy, bajo el control de la Casa Sindical de Agentes de Cambio.

El segundo mercado se presenta como un mercado intermedio entre el anterior y el de cotización oficial. De hecho, algunas empresas que

acudieron al mercado *hors-cote* han obtenido acceso al segundo mercado creado en febrero de 1983, año en el que accedieron al mismo 50 empresas, de las que 30 venían del mercado *hors-cote* y el resto eran empresas nuevas.

Pueden ser negociados en este mercado los títulos emitidos por sociedades que cumplan sólo estos dos requisitos:

— Poner a disposición del público el 10 por 100 de las acciones representativas de su capital.

— Informar regularmente de sus actividades y de sus resultados al público y a las autoridades bursátiles y nombrar un auditor independiente para la verificación de sus estados contables.

Para terminar el apartado relativo al segundo mercado, es conveniente referirse al resumen de los debates que la OCDE, en el seno de su Comité de Mercados Financieros, organizó en París. Este debate venía referido al «Capital riesgo y los mercados de valores no admitidos a cotización oficial». El resumen lleva fecha de 21 de junio de 1986 y su doble contenido es suficientemente expresivo del intenso grado de vinculación del segundo mercado con el capital riesgo.

Las conclusiones a las que se llegó en cuanto al segundo mercado fueron las siguientes:

1. Los segundos mercados adolecen de una liquidez inferior a la del mercado oficial. En este sentido, se constata que un gran número de emisiones dejan de negociarse activamente al cabo de unas semanas desde su introducción.

2. Los segundos mercados tienen unas cotizaciones más inestables que el mercado oficial y, por tanto, un carácter más especulativo. Este fenómeno se considera normal en la medida en que las empresas que acceden a él son de reciente creación y tienen tendencia a operar en sectores económicos muy específicos, y, por tanto, son empresas expuestas a fuertes variaciones coyunturales.

En Estados Unidos no se produce este fenómeno, y no hay prácticamente diferencia en las variaciones de las cotizaciones en el NASDAQ, NYSE y AMEX.

Las fluctuaciones observadas en el mercado de Londres han sido juzgadas conforme a la hipótesis de un mercado eficiente, mientras que en el mercado de Amsterdam no se han manifestado estos problemas de inestabilidad, y ello porque las acciones nuevamente introducidas representan menos de la tercera parte del número total de sociedades cuyos títulos se negocian.

3. En este mercado, la demanda de títulos está prácticamente dominada por los inversores institucionales. Este fenómeno se manifiesta en la fase de suscripción de emisiones, y los particulares invierten sobre títulos previamente suscritos.

Ello es lógico, puesto que el mayor carácter especulativo de este mercado se adapta mejor a la cartera diversificada de los inversores institucionales.

4. El segundo mercado ofrece una protección y unas garantías al inversor comparables a las que ofrece el mercado oficial, puesto que, de hecho, este mercado funciona bajo la influencia y el control de las Bolsas oficiales.

En Estados Unidos, de todas formas, no existe esta interdependencia. El segundo mercado en Canadá, por sí mismo, no ofrece estas garantías ni existen controles, no exigiéndose la publicación de informes periódicos, de forma que los inversores deben recurrir a los consejos profesionales de los mediadores que realizan la función de la contrapartida.

En algunos países se han admitido en los segundos mercados acciones con unos derechos políticos diferenciados para evitar dominaciones no deseadas o para evitar la pérdida de dominio por parte de grupos determinados.

5. En general, en los distintos países no se aprecian medidas de estímulo dirigidas a potenciar estos mercados.

La conclusión de la OCDE en torno al segundo mercado es altamente positiva, pero acaba diciendo que estos «mercados son bastante frágiles y se recomienda una estrecha vigilancia, sobre todo en caso de una fuerte depresión económica».

VI. EL SECTOR PUBLICO Y EL CAPITAL RIESGO

En los últimos tiempos, los gobiernos de los países más desarrollados están dedicando una especial atención al capital riesgo como herramienta de potenciación de las PYMES, de la innovación y de la modernización de las estructuras económicas.

El sector público trata de desarrollar el capital riesgo a través de dos vías diferentes:

1. Gestionando una parte de capital riesgo

(vía de actuación que se analiza en este apartado).

2. Estimulando al sector privado para que ofrezca recursos a PYMES innovadoras mediante la adopción de una serie de medidas favorables de carácter fiscal o financiero (lo que se analiza en el siguiente apartado).

Cuando el sector público gestiona CR lo puede hacer de dos maneras diferentes:

a) Concediendo préstamos y créditos, en el contexto de un programa de apoyo a PYMES, con cargo, en todo o en parte, a los presupuestos respectivos en condiciones más favorables que las condiciones y garantías exigidas por las instituciones financieras privadas.

b) Constituyendo ICR que financien a las PYMES. De estas ICR con participación pública mayoritaria hay que destacar que:

— Suelen tener un marcado carácter localista o regionalista en todos los países.

— Las fórmulas de financiación a las empresas que adoptan son muy variadas. Generalmente, realizan operaciones de crédito mediante financiación externa. Ello no obstante, también participan en el capital de estas empresas. Estas fórmulas mixtas de financiación las adoptan desde las SBICS en Estados Unidos y las instituciones regionales de participación en Francia hasta las SODIS españolas.

1. Las *Small Business Investment Companies* (SBICS) en Estados Unidos

Después de la segunda guerra mundial, en Estados Unidos se decidió estudiar un programa de ayuda a las PYMES, dados sus estructurales problemas de financiación. Según un estudio del *Federal Reserve Board,* la mayoría de los recursos propios de origen externo en estas empresas (ante sus problemas con la banca) procedían de inversores privados aislados y de una docena de sociedades de inversión y de ICR de carácter privado.

En el citado informe se aconseja que el programa se apoye en dos ideas básicas:

— No suponer una carga para el Estado y, por tanto, que el programa no tenga naturaleza subvencional.

— No implicar el mantenimiento de unidades económicas no competitivas.

De las propuestas presentadas al Subcomité sobre Pequeñas Empresas (*Subcommittee on Small Business)* del Comité sobre Moneda y Banca (*Committee on Banking and Currency)* del Senado, se destacan tres de ellas:

a) En la denominada *Small Business Capital Bank Act* se propone la creación del *Small Business Capital Bank Board* (SBCBB) como agencia independiente del gobierno. La financiación de esta institución provendría de la emisión de obligaciones en el sector privado. En cuanto a sus funciones, el SBCBB se ocuparía de la creación de *small business capital banks* en los doce distritos en los que está organizado el *Federal Reserve Board* para la concesión de préstamos directos, y participación en otros del sector privado, a PYMES.

b) La denominada *Small Business Capital Act* autorizaría a la SBA a conceder préstamos a sociedades dedicadas a facilitar el desarrollo económico a nivel estatal. Para ello promueve la creación de *small business investment associations* (asociaciones de inversión en pequeñas empresas), compuestas por un mínimo de diez socios y dedicadas a prestar capital en forma de obligaciones convertibles en cantidad no superior al capital desembolsado y por un período inferior a diez años.

c) Por último, se señala el primer proyecto elaborado por el Subcomité sobre pequeñas empresas, conocido como *Small Business Investment Administration Act.* En él se propone la creación de la *Small Business Investment Administration* (SBIA) como organismo independiente y financiado por el Tesoro. Para coordinar la actuación entre la SBA y la SBIA se establecería el *Small Business Policy Board.* La actuación de la SBIA estaría dirigida a la toma de participaciones y concesión de préstamos a *small business investment companies* (SBICS) y a otras instituciones locales o estatales que promovieran el desarrollo económico. Las SBICS se concebían como sociedades con un capital desembolsado mínimo de 500.000 dólares, si bien la SBA podía aportar hasta el 50 por 100, dedicadas a ofrecer recursos propios y conceder préstamos a largo plazo a PYMES. Asimismo, podrían obtener recursos adicionales de la SBA hasta un límite del 50 por 100 del capital desembolsado más las reservas de la SBIC.

Finalmente, se aprobaría una mezcla de las dos últimas con la denominación «Ley de Inversión en Pequeñas Empresas de 1958» (*Small Business Investment Act of 1958).* Con respecto a la SBIA, las manifestaciones de la SBA, en el sentido de que estaba preparada para asumir las competencias que el proyecto asignaba a la SBIA, surtieron su efecto. Como razón de peso para la no creación de la SBIA, aparte del coste

adicional que supondría, no se nos oculta la posibilidad de futuros conflictos de competencias con la SBA, que previsiblemente redundarían en un funcionamiento descoordinado de todo el programa.

El programa SBIC según la Ley de 1958

La redacción definitiva de la Ley de Inversión en Pequeñas Empresas de 1958 determina la creación de una nueva división en el seno de la SBA: la *Small Business Investment Division* (SBID). La SBID se encargará de otorgar y retirar las licencias que acreditan a las SBICS como beneficiarias de los recursos de la SBA. Los requisitos para obtener una licencia son:

— Disponer de una gerencia permanente.
— Entregar los *curricula* de directivos y accionistas con más del 10 por 100 del capital.
— Número mínimo de accionistas: tres.
— Número mínimo de directivos: cinco.
— Disponer de sede permanente.
— Necesidad de una SBIC en su área.
— No invertir más de un tercio de los recursos en inversiones inmobiliarias.
— Capital desembolsado mínimo: 300.000 dólares. No obstante, la SBA puede ofrecer hasta el 50 por 100 en forma de *subordinated debentures,* obligaciones subordinadas, denominándose *statutory capital* a la suma de ambos conceptos.
— Exponer cuál será la utilización de los recursos.
— Ofrecer un plan de operaciones para dos años.

La SBA puede prestar recursos adicionales por un importe máximo del 50 por 100 del capital estatutario, *statutory capital,* con lo que por 150.000 dólares de inversión privada en SBICS se podía obtener un máximo de 300.000 dólares con la SBA.

De este modo, las SBICS se configuran como sociedades de inversión cuasi públicas sometidas a una serie de reglas y dedicadas a evaluar las PYMES candidatas para obtener financiación, invertir en ellas y asesorarlas en tareas directivas. En un primer momento, las SBICS no estaban autorizadas a tomar participaciones directas en PYMES, sino tan sólo a otorgar préstamos y obligaciones convertibles.

Entre los incentivos para los accionistas de las SBICS podemos destacar la consideración como gasto ordinario de la pérdida de valor de las acciones. Asimismo, la SBIC puede deducir el 100 por 100 de los dividendos recibidos de sus participadas.

En los años siguientes a su promulgación la Ley de 1958 sufrió algunas modificaciones por enmiendas que pretendieron lograr un mayor alcance del programa. Entre los cambios introducidos podemos destacar los siguientes:

a) La primera modificación importante, introducida en 1960, consistió en autorizar a las SBICS a tomar participaciones accionarias directas con objeto de asimilar su funcionamiento al de las SCR. Con esta medida se introdujo, de hecho, una cierta regulación de las actividades de las SCR. No obstante, era factible crear SFCR ajenas al programa de la SBA, tanto en su funcionamiento como, obviamente, en lo relacionado con los beneficios del mismo.

b) En 1961 se incrementa el límite de obligaciones subordinadas (*subordinated debentures)* que la SBA puede suscribir para conformar el capital estatutario, de 150.000 a 400.000 dólares, siempre y cuando aquéllas no representen más del 50 por 100 del mismo. Posteriormente, en 1963, se incrementa dicha cifra hasta 700.000 dólares.

c) También en 1961 se aumenta el límite de préstamos adicionales que la SBA puede conceder a una ICR hasta cuatro millones de dólares, pero siempre con el tope del 50 por 100 del capital estatutario.

d) Asimismo, la enmienda de 1961 a la Ley de 1958 aumenta del 1 al 2 por 100 el porcentaje del neto patrimonial que los bancos pueden invertir en ICR.

El elevado número de solicitudes de licencias para constituir ICR es una muestra del interés que suscitó este programa. En 1962 se alcanzó el máximo, con 412 solicitudes, de las que sólo 298 fueron atendidas en ese mismo año. De este modo, el crecimiento en el número de ICR fue espectacular en los cinco primeros años de funcionamiento del programa. Sin embargo, una investigación llevada a cabo en 1966 puso en evidencia que el grado de exigencia de los requisitos para la obtención de una licencia no había sido elevado.

Ya desde 1964 empieza a cundir la alarma, cuando se detectan casos en los que algunas ICR invertían en certificados de depósito los recursos a bajo coste provenientes de la SBA y otras dedicaban dichos fondos a crear nuevas ICR que, a su vez, recibían recursos de la SBA que utilizaban en continuar esta cadena. Como consecuencia, se congela durante tres meses la concesión de licencias, desde el 7 de julio de 1964, para dar tiempo al estudio de nuevos requisitos, que serían finalmente aprobados en

octubre de ese mismo año. El resultado es que, desde esa fecha, el número de solicitudes de licencias cayó incluso por debajo del número de SBICS que abandonaban el programa o se fusionaban con otras SBICS.

En 1966 se llevó a cabo una investigación parlamentaria para evaluar el éxito o fracaso del programa y proponer las medidas correctoras necesarias. Dicha investigación puso en evidencia que de 637 SBICS que informaron sobre su situación, de las 708 existentes en 1965, 232 estaban, por distintos motivos, en dificultades, estimándose que las pérdidas de la SBA en ellas eran de 18,2 millones de dólares. Entre las SBICS en dificultades, 55 habían perdido más del 50 por 100 del neto patrimonial y 13 de ellas ya no se consideraban viables. Por otro lado, 324 SBICS que habían recibido recursos de la SBA, reconocieron pérdidas y otras 111 no informaron, no recibieron fondos de la SBA o no fue posible estimar la pérdida a partir de la información remitida.

A pesar de todos estos datos negativos, se consideró que la labor del programa en estos años fue positiva, ya que más de 20.000 PYMES recibieron financiación a largo plazo por un importe global, entre fondos públicos y privados, cercano a los 1.000 millones de dólares. Para el entonces presidente de la *National Association of Small Business Investment Companies* (NASBIC), G. Lord, las pérdidas de la SBA de 18 millones de dólares no debían compararse con los fondos por ella aportados, unos 300 millones de dólares, sino con el volumen global de recursos canalizados hacia las PYMES. Esto supone que el coste para la SBA fue el 1,8 por 100 de los recursos finalmente canalizados hacia PYMES, mientras que los beneficios en términos de empleo, exportaciones e impuestos fueron, sin duda, mayores.

Aunque las mencionadas modificaciones en el programa original introdujeron una mayor racionalidad en su funcionamiento, la tasa de retorno de las ICR decreció del 9,5 por 100 en 1969 al 0,8 por 100 en 1972. Son dos las causas que podrían explicar dicho descenso. La primera de ellas sería la falta de preparación de los *managers* de las ICR, cuando la inversión en PYMES exige unas cualidades y una preparación que no se alcanzan rápidamente. En este sentido, Lord señala que «algunas personas mal informadas entraron en el programa creyendo que era "cosa segura" porque el gobierno estaba detrás».

Pero también hay que achacar parte de culpa a las malas perspectivas económicas mundiales auspiciadas por la caída del sistema monetario internacional, la crisis de algunas materias primas, las tensiones inflacionistas y la mala coyuntura bursátil. Como consecuencia, en este período muchas ICR abandonan el programa o son absorbidas por otras más poderosas.

Sandoval estuvo como administrador de la SBA en esta época. Su polémica gestión se caracterizó por el aumento de los préstamos a iniciativas de las minorías étnicas, el inicio del programa *Minority Enterprise Small Business Investment Company* (MESBIC) y el progresivo abandono de los préstamos directos en favor de la concesión de garantías.

En la segunda mitad de los setenta se observa un sostenido aumento en la actividad inversora de las ICR que pudo estar motivado por la activación de un mercado secundario para préstamos garantizados por la SBA. Los bancos prestamistas accedían a «revender» la parte garantizada del préstamo hasta un 90 por 100 del mismo, a un tipo de interés ligeramente inferior al cargado al prestatario. De este modo se conseguía aumentar el atractivo del programa para otros inversores, al dotar de liquidez a estos préstamos a largo plazo. Hubo incluso inversores institucionales que se decidieron por la concesión directa de estos préstamos garantizados por la SBA.

Las tres SBICS más importantes a principios de los ochenta eran *Citicorp Venture Capital Ltd., First Capital Corp. of Chicago* y *Northwest Growth Fund Inc.* Según la revista *Business Week,* su supervivencia y éxito se debieron a la apuesta por proyectos nuevos cuando los demás se dedicaban a financiar tan sólo la expansión de empresas.

Las SBICS en la actualidad

La SBA ha ido reduciendo poco a poco la concesión de préstamos directos y, desde 1983, también ha limitado la garantía que otorga a los préstamos del sector privado desde el 90 por 100 hasta el 75 por 100, para que los prestamistas efectúen con mayor rigor el estudio de las solicitudes. Desde esa misma fecha se transfirió la administración de los préstamos a cinco bancos, considerados como «prestamistas privilegiados», para agilizar el proceso de concesión de préstamos. Esta medida fue acertada, ya que los funcionarios no debían realizar una tarea que era más propia de banqueros.

El acceso a estos recursos concedidos o garantizados por la SBA se ha potenciado con respecto al planteamiento inicial, ya que se pueden obtener fondos hasta un límite del 300 por 100

del capital privado, con un tope máximo de 35 millones de dólares. Este porcentaje puede elevarse hasta el 400 por 100 si el capital privado es superior a 500.000 dólares y se dedica al menos el 65 por 100 de los recursos a inversiones de capital riesgo.

Aunque su campo de actuación excede los límites del capital riesgo, en el sentido restringido, las ICR tienden a realizar su actividad según los criterios ya analizados de las ICR independientes.

Desde noviembre de 1958 la *National Association of Small Business Investment Companies* (NASBIC) ha propuesto cambios en el programa original y en la legislación para favorecer el desarrollo de las ICR. En la actualidad cuenta con casi 400 miembros, dedicados en su mayoría a la concesión de préstamos e inversión en acciones de PYMES. En cuanto al tamaño de sus inversiones, un 32 por 100 de las SBICS asociadas a las NASBIC preferían en 1983 realizar inversiones accionarias o conceder préstamos por importe no superior a los 100.000 dólares.

De acuerdo con los datos de la NASBIC, en 1983 el 52 por 100 de las inversiones de las SBICS se dedicaban a la financiación interna de las empresas mediante participación accionarial, mientras que el 12 por 100 se dedicaban a financiación externa vía concesión de préstamos. Según esta fuente, las preferencias en cuanto al volumen de las inversiones son las siguientes:

	Dólares	*Porcentaje*
Inversión inferior a	100.000	32
Inversión hasta	250.000	24
Inversión hasta	500.000	18
Inversión hasta	1.000.000	17
Inversión superior a	1.000.000	9

2. La participación pública del capital riesgo en Europa

Seleccionamos, de entre los países europeos, al Reino Unido y Francia.

A) *Reino Unido*

En el Reino Unido, el sector público gestiona el capital riesgo de dos maneras:

1. Mediante una serie de instituciones públicas especializadas en la financiación de PYMES.

Dentro de las Instituciones regionales destaca, en Escocia, la *Scottish Development Agency* (SDA) y la *Highlands & Irlands Development Board* (HIDB); en Gales, la *Welsh Development Agency* (WDA) y el *Development Board of Rucaf Wales* (DRBW); en Inglaterra, el *National Enterprise Board* (NEB) y en el ámbito agrícola el *Commercif for Small Business in Rural Areas* (COSIRA). En 1976, como consecuencia de las recomendaciones del *Informe Wilson,* se constituye *Equity Capital for Industry.*

2. Pero en el Reino Unido, además de estas ICR de carácter público, existen una serie de programas de apoyos financieros a las PYMES. Estos programas son los siguientes:

a) *Science parky*

Es un intento de conectar los centros universitarios de investigación en alta tecnología con las empresas que desarrollarían los proyectos y las ICR que los financiarían.

b) *Loan Guarantee Scheme*

Es un programa de préstamos concedidos por los bancos a las PYMES que no pueden ofrecer garantías, y ésta se presta por el Estado.

Las reglas de este programa consisten en que el Estado recibe de las PYMES el 3 por 100 del importe del préstamo en concepto de prima y el Estado garantiza el 80 por 100 del mismo. Ante el gran número de fallidos, posteriormente las reglas se han modificado, reduciéndose la garantía al 70 por 100 y aumentando la prima al 5 por 100.

c) *Business Startup Scheme (BSS) y Business Expansion Scheme (BES).*

Son dos programas dirigidos a la creación y expansión de empresas.

El BSS, creado en 1981, va dirigido a la constitución de fondos dedicados a aportar recursos a empresas de nueva creación mediante la concesión de ventajas fiscales a los aportantes.

El BES se establece con la Ley de Finanzas de 1983, y va destinado a financiar la expansión de PYMES en sectores considerados de interés para la economía nacional. Los inversores pueden aportar recursos a estos fondos obteniendo una desgravación a su tipo marginal del impuesto sobre la renta. El contribuyente tiene, a efectos desgravatorios, el límite de 40.000 libras.

B) *Francia*

En Francia se creó, en 1967, la Agencia Nacional de Valoración de la Investigación (ANVAR) con el objeto de valorar los esfuerzos públicos y privados en pro de la investigación y el desarrollo. En 1983 se constituyen los fondos indus-

triales de modernización (FIM). El gestor de estos recursos es la ANVAR. La finalidad de estos fondos es financiar las inversiones en investigación y desarrollo en orden a la modernización de las PYME.

Una especial significación en esta área tienen en Francia las llamadas instituciones regionales de participación. En 1985 existían una veintena de institutos regionales de participación, de tamaño variable; el primero creado y el primero por importancia de los fondos gestionados y de las inversiones realizadas es *Siparex,* que anuncia en su razón social que se interesa por los negocios «en expansión», y que tiene un capital de 216 millones de francos.

Estos institutos tienen un perfil bastante próximo al de las sociedades financieras de innovación, pero sus actuaciones están geográficamente limitadas. Presentan las siguientes características operativas:

— Con respecto a las empresas participadas: empresas industriales, a veces de servicios, con plantilla laboral superior a 50 personas y con cifra de negocios superior a 50 millones de francos.

— Respecto a las fórmulas de financiación: toma de participación en capital minoritario y obligaciones convertibles. Participaciones del 5 al 35 por 100 del capital.

— Importe medio de la inversión: de 0,5 a 7 millones de francos.

— Fórmula de desinversión más frecuente: segundos mercados y ventas a grupos determinados.

— Organización gerencial: pequeños equipos de 2 a 10 personas.

— Estructura jurídica: sociedad anónima con un Consejo de Administración o con un Directorio y Consejo de Vigilancia compuesto por los principales accionistas y los censores. En el Consejo de Administración está presente un representante del gobierno.

— Especialidad geográfica: zona geográfica de intervención limitada a una región; pero las intervenciones pueden a menudo ser hechas con otros establecimientos cofinancieros (SFI, SDR).

— Media del número de inversiones: de 3 a 12 ó 15 por año.

Los principales IRP son:

Siparex para la región Sureste; *Participex* para la región Norte-Paso de Calais; IPO para la región Oeste; *Auxitex* para la región Suroeste; IRDI para la región Midi-Pirineos, e IDEB para la región de Borgoña.

Se asiste igualmente al nacimiento de instituciones «departamentales» de ámbito provincial, que pueden beneficiarse del estatuto de los IRP. En Francia este fenómeno es una realidad vivida a diario, puesto que se aprecia una continua aparición de institutos de promoción empresarial con un ámbito de actuación inferior al de la región.

VII. LAS MEDIDAS FISCALES DE APOYO AL CAPITAL RIESGO

La Comisión de la CEE y, más concretamente, la Dirección General de Información de Mercados y de Innovación, como consecuencia de una serie de trabajos, ha publicado en 1985 un informe sobre las medidas (fiscales y de cualquier naturaleza) mediante las cuales se trata de desarrollar el capital riesgo en Europa. El objetivo último de este extenso informe es determinar los distintos instrumentos de fomento del capital riesgo en la CEE, haciendo las recomendaciones que la Administración comunitaria ha considerado conveniente. Seguimos, para el desarrollo de este apartado, el citado informe.

En los diferentes países existe un abanico amplísimo de medidas de fomento del capital riesgo. Estas medida no son siempre instrumentos exclusivos de promoción del capital riesgo. Por ello deben de distinguirse:

— Las medidas dirigidas exclusivamente al desarrollo del capital riesgo, como la Ley francesa de 11 de julio de 1985, que declara exentos los rendimientos netos y las plusvalías de las ICR.

— Las medidas que no van dirigidas específicamente a estimular el capital riesgo, sino que tienen unos fines más generales o colaterales al CR, pero que, en definitiva, son también un instrumento de estímulo. En esta línea se sitúan las medidas generales de apoyo a las PYMES, las medidas de apoyo a la tecnología o la innovación en general, las medidas dirigidas a facilitar la investigación o a facilitar la adquisición de las acciones de la sociedad en la que el inventor trabaja.

En el citado informe, y en el exclusivo campo fiscal, se distinguen grupos de países en orden a la promoción del capital riesgo:

a) Aquellos países que tienen una legisla-

ción básica y general con un sistema fiscal favorable a las empresas en general. En este grupo se sitúan Estados Unidos, Inglaterra, Holanda y Japón.

b) Aquellos países, predominantemente latinos, en los que existe una legislación fiscal especial favorecedora del capital riesgo. En los países en los que se adopta esta vía lo que suele ocurrir es que se diseña un régimen financiero especial (diversificación de riesgos, no participación mayoritaria, inversión no bursátil, etc.), cuya observancia condiciona el disfrute de los beneficios fiscales (sobre todo, en orden a las plusvalías). En este último grupo se sitúan Francia, Italia, Bélgica, España y, sorprendentemente, también Alemania.

Destacamos las dos principales preocupaciones de este informe, que son el tratamiento fiscal de las pérdidas y el tratamiento fiscal de los dividendos para, a continuación, estudiar más detalladamente la fiscalidad francesa del CR comparándola con la española.

1. El tratamiento fiscal de las minusvalías

El capital riesgo, ¿tiene derecho en una economía de mercado a un trato favorable por parte del resto de la comunidad? ¿Es legítimo que traslade al resto de los ciudadanos una parte de su riesgo? Supongamos que a esta incógnita filosófica se le da una respuesta positiva en base al interés general de la innovación empresarial. En este caso, la traslación de las pérdidas al resto de la comunidad se puede dar por dos vías: mediante un sistema de deducciones fiscales, que es el que impera en la mayoría de los países, o mediante un sistema de cobertura pública y parcial de las minusvalías.

Este último sistema se utiliza en Alemania mediante el P.M.M., que es un programa que consiste en que el Estado garantiza al capital riesgo una parte de sus potenciales pérdidas. Sistemas de este tipo existen también en Estados Unidos, Japón y Bélgica.

El sistema de garantizar las pérdidas sobre inversiones en capital riesgo puede parecer, a primera vista, contrario a la filosofía básica específica del capital riesgo. Pero cuando se compara con el sistema de concesión de deducciones fiscales para las pérdidas, constituye un menor incentivo, a menos que el tipo impositivo caiga por debajo del 33 por 100, como se ve en los ejemplos que figuran en los cuadros números 2 y 3. En todos ellos, las comparaciones entre sistemas de garantía/deducibilidad de impuestos se hace pensando que el sector público asume o garantiza el 50 por 100 de las eventuales pérdidas en las inversiones de capital riesgo.

CUADRO NUM. 2

GARANTIA GUBERNAMENTAL (O SEMIGUBERNAMENTAL) DEL 50 POR 100 DE LAS PERDIDAS REALIZADAS EN PARTICIPACIONES DE CAPITAL RIESGO

Sistema 1

Tipo impositivo en impuesto de sociedades entre 40-50 por 100 e inversión no cancelada a efectos fiscales. La garantía es una subvención gravable.

	Sin garantía		*Con garantía*	
A. Pérdida en la venta de participación	(100)		(100)	
B. Garantía recibida	—		50	
C. Ajuste por suscripción cancelada no deducible	100		100	
D. Base imponible	0		50	
	40 %	**50 %**	**40 %**	**50 %**
E. Impuesto a pagar	0	0	20	25
F. Pérdida ajustada (A − B) + E	(100)	(100)	(70)	(75)

Sistema 2

Tipo impositivo en impuesto de sociedades entre 40-50 por 100 e inversión cancelada a efectos fiscales. La garantía es una subvención gravable.

	Sin garantía		*Con garantía*	
A. Pérdida en la participación (vendida o no)	(100)		(100)	
B. Garantía recibida	—		50	
C. Base imponible	(100)		(50)	
	40%	**50%**	**40%**	**50%**
D. Deducción de impuestos a cuenta (diferido, repercutido o válido contra impuestos u otros beneficios)	40	50	20	25
F. Pérdida ajustada (A − B) + E	(60)	(50)	(70)	(75)

CUADRO NUM. 2
(Continuación)

GARANTIA GUBERNAMENTAL (O SEMIGUBERNAMENTAL) DEL 50 POR 100 DE LAS PERDIDAS REALIZADAS EN PARTICIPACIONES DE CAPITAL RIESGO

Sistema 3

Impuesto de sociedades entre 40-50 por 100 e inversión no cancelada a efectos fiscales. La garantía es una subvención libre de impuestos.

	Sin garantía		*Con garantía*	
A. Pérdida en la participación...	(100)		(100)	
B. Ajuste por cancelación no deducible	100		100	
C. Base imponible	0		0	
	=		=	
	40%	**50%**	**40%**	**50%**
D. Impuesto a pagar	0	0	0	0
	=	=	=	=
E. Garantía recibida	—	—	50	50
			==	==
F. Ajuste de la pérdida (A − E)	(100)	(100)	(50)	(50)
	===	===	==	==

Sistema 4

Impuesto de sociedades con tipo 40-50 por 100 e inversión cancelada a efectos fiscales. La garantía es una subvención libre de impuestos.

	Sin garantía		*Con garantía*	
A. Pérdida en la participación = base imponible	(100)		(100)	
	===		===	
	40%	**50%**	**40%**	**50%**
B. Deducción de impuestos a cuenta	40	50	40	50
	==	==	==	==
C. Garantía recibida	—	—	50	50
			==	==
F. Ajuste de la pérdida A − (B + C)	(60)	(50)	(10)	0
	==	==	==	==

CUADRO NUM. 3

COMPARACION DE SISTEMAS DE GARANTIA POR PAISES

País	*Sistema posible*			
	1	*2*	*3*	*4*
Bélgica		X		
Dinamarca	X		X	
Francia		X		
Alemania	X		X	
Grecia		X		
Irlanda	X		X	
Italia		X		X
Luxemburgo	X		X	
Holanda	X			
Inglaterra	X		X	
Japón		X		
Estados Unidos		X		

Nota.—A efectos de esta comparación, toda clase de subvenciones, concesiones, deducciones a cuenta, etc., son tenidos en cuenta, no sólo las garantizadas por autoridades públicas.

Con respecto al tratamiento fiscal de las minusvalías no realizadas, hay que distinguir las de los socios y partícipes de las ICR y la de la propia ICR.

— En orden a la minusvalía no realizada sufrida por los socios y partícipes de las ICR, que son inversores individuales: en ningún país se tiene fiscalmente en cuenta esta circunstancia.

— En orden a la minusvalía no realizada sufrida por la propia ICR, existen dos grupos de países: por una parte, Francia, Bélgica, Grecia e Italia, en los que se permite esta deducción con ciertas condiciones (fundamentalmente de tipo contable, mediante la técnica de las provisiones por depreciación); por otra parte, el Reino Unido, Dinamarca, Irlanda, Holanda, Bélgica y Luxemburgo, donde no es posible deducir las pérdidas antes de que se hayan realizado por venta o por liquidación de la empresa financiada. Un punto intermedio existe en Alemania, en donde es posible compensar las pérdidas, pero en la práctica ello se hace sumamente difícil.

El principal problema de estas carteras es que vienen referidas a acciones de empresas que no cotizan en Bolsa. No existen, por tanto, precios objetivos de referencia para computar la minusvalía. Si las empresas financiadas cotizan en el segundo mercado, el problema se resuelve en la medida en que sí existe un precio de mercado de referencia.

2. El tratamiento fiscal de los dividendos

Es éste un tema sofisticado y difícilmente homologable, dadas las características especiales de la imposición directa de cada uno de los países. Los modernos sistemas fiscales tratan de eliminar o atenuar la doble imposición mediante el sistema de la exención fiscal en la base imponible o mediante el crédito fiscal en la cuota.

Los países que siguen el régimen de exención exigen los requisitos que se detallan en el cuadro núm. 4 para el caso de que el tenedor de las acciones sea una sociedad.

CUADRO NUM. 4

CLASIFICACION DE LOS PAISES SEGUN CONDICIONES PARA ACCEDER A EXENCION FISCAL

País	*Holding*	*Porcentaje de exención en impuestos de sociedades (*)*	*Mínimo de participación*
Bélgica	Sí	95 ó 90	no
Dinamarca	Sí	100	25 %
Francia	Sí	95	10 %
Irlanda (**)	Sí	100	51 a 75 %
Luxemburgo	Sí	100	25 %
Holanda	Sí	100	5%
Reino Unido (***)	Sí	100	51 a 75 %
Japón (****)	No	100	no
Estados Unidos .	No	85-100	0-80 %

(*) Las acciones deben haber sido adquiridas por lo menos durante el período contable en el que se reciben los dividendos.
(**) Dividendos pagados a una compañía ajena al 51 por 100 del grupo irlandés o empresa matriz ajena en un 75 por 100 producen una elevación del impuesto sobre sociedades.
(***) Igual que en **, pero además se exige una empresa matriz con el 51 por 100 para pasar sus pagos por el impuesto de sociedades o sus filiales.
(****) Si los dividendos pagados por el *holding* son inferiores a la suma de los dividendos recibidos, el 25 por 100 de la diferencia debe estar incluido en la base imponible de *holding*.

Teniendo presente que en los países que establecen un régimen financiero de necesaria diversificación de las ICR la exención o el crédito fiscal de los dividendos se conceden sin exigirse el porcentaje general de participación establecido en el impuesto de sociedades.

En cuanto al tratamiento fiscal del tenedor, cuando es una persona física, la situación es la que se presenta en el cuadro núm. 5.

3. Medidas fiscales sobre el capital riesgo

En el esquema 1 se presenta un cuadro comparativo de las medidas fiscales que, en Europa, en Estados Unidos y Japón, afectan al capital riesgo. En este esquema se incluye a España, y el apartado *g)* debe entenderse modificado después de la exención de dividendos percibidos por las sociedades y fondos de capital riesgo establecida en el Real Decreto-Ley 1/1986.

4. El régimen fiscal de las ICR y de sus socios y partícipes en Francia

Para evitar una excesiva dispersión en el tratamiento fiscal de las ICR en los distintos países, nos centramos en la situación fiscal del CR en Francia, porque la estructura de su imposición directa es más fácilmente trasladable a España a efectos comparativos, y por la reciente implantación en Francia de un régimen fiscal especial de las ICR.

Este régimen fiscal está previsto en la Ley de 11 de julio de 1985 sobre disposiciones de or-

CUADRO NUM. 5

TRATAMIENTO FISCAL DEL BENEFICIO DE CAPITAL PARA EL INVERSOR PRIVADO

(No empresa, no inversión especulativa)

Países	*Tipo máximo impuesto sobre renta A (porcentaje)*	*Beneficio capital tipo impositivo B (porcentaje)*	*Diferencial A y B (porcentaje)*	*Porcentaje de participación*	*Negocio mayoritario*
Bélgica	72	0	72	ilimitada	no
Dinamarca	62 a 72	50	12 a 22	25	no
Francia	65	15	50	25	sí (valor)
Alemania	56	28	28	25	no
Grecia	60	0	60	ilimitada	no
Irlanda	65	40 a 60	25 a 5	ilimitada	no
Italia (*)	70,25	0	70,25	ilimitada	no
Luxemburgo	57	27,5	27,5	25	no
Holanda	72	20 a 54	52 a 18	33 1/3	no
España	66	66	0	ilimitada	no
Japón	70	35	35	30	sí (n.° y valor)
Estados Unidos	50	20	30	ilimitada	no

(*) Incluido el impuesto local deducible en el 15 por 100.

ESQUEMA 1

RESUMEN DE MEDIDAS FISCALES QUE AFECTAN AL CAPITAL RIESGO

	B	DK	F	FRG	GR	IR	I	LUX	NL	UK	E	JPN	USA
a) ¿Hay incentivos fiscales especiales para?													
1. Compañías innovadoras	sí	no	sí	no	no	no	no	sí	no	no	no	no	no
2. Inversores en compañías innovadoras	sí	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
3. Empleados de compañías innovadoras	sí	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
b) ¿Hay incentivos especiales para Investigación y Desarrollo? Si los hay son:	sí	sí	sí	sí	no	sí	sí	sí	sí	sí	no	sí	sí
1. Para depreciación acelerada	no	sí	no	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	no	sí	no
2. Créditos fiscales	sí	no	sí	no	no	no	no	no	sí	no	no	sí	sí
3. Subvenciones	no	sí	no	sí	no	sí	sí	no	no	sí	no	no	no
4. Rentas no imponibles	no	no	no	no	no	sí	no	no	no	no	no	sí	no
5. A inversores individuales	no	no	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	sí	sí
c) ¿Es posible cancelar inversiones en acciones con fines fiscales sin liquidar la inversión? Si el inversor es:													
1. Inversor privado	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
2. Inversor societario	sí	no	sí	no	sí	sí	sí	no	no	no	sí	sí	no
d) ¿Existen costes fiscalmente deducibles?													
1. Por una vez, el 100 por 100	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	sí	no
2. Según un plan predeterminado	sí	no	sí	no	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	sí	sí
e) Incentivos fiscales en la adquisición de acciones													
1. Créditos fiscales para el contribuyente individual	no	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
2. Créditos fiscales específicos para planes de opción de compra (empleados)	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
3. Deducciones fiscales para contribuyentes individuales	sí	no	sí	no	no	sí	no	sí	no	sí	sí	no	no
4. Deducciones fiscales específicas para planes de opción de compra.	sí	no	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no
5. Intereses deducibles sobre préstamos para la adquisición de acciones													
1. Deducción ilimitada	no	sí	no	no	sí	sí	no	sí	sí	sí	no	no	sí
2. Deducción limitada	sí	no	sí	no	no	sí	no	no	no	no	no	sí	no
6. Exención fiscal a los planes de ahorro para adquisición de acciones propias	no	sí	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
7. Intereses deducibles para sociedades de cartera sobre préstamos para adquisición de acciones	sí	sí	sí	no	sí	sí	no	no	no	sí	sí	no	sí
f) Imposición sobre los dividendos													
1. ¿Es posible deducir los dividendos de la base imponible por parte de la compañía pagadora?	sí	no	sí	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no
2. ¿Hay un crédito fiscal para el accionista individual?	sí	sí	sí	sí	no	sí	sí	no	no	sí	sí	sí	no
3. ¿Hay exención sobre los dividendos para las sociedades de cartera?													

den económico y financiero (*Diario Oficial* de 12 de julio).

Comporta ventajas fiscales para las SCR, pero también para sus socios y partícipes, siempre que cumplan ciertos requisitos.

A) *Régimen fiscal de las SCR*

Existe una exención «principal» y total en el IS por las rentas derivadas de sus inversiones «típicas» (PYMES no cotizadas) y una exención «accesoria» y parcial por las rentas derivadas de otras inversiones.

1.º *Exención principal*

Las SCR están exentas en el IS por las rentas derivadas de sus inversiones típicas, y debe de destacarse, en cuanto al ámbito de esta exención subjetiva, que:

— Abarca tanto los rendimientos del capital

ESQUEMA 1

RESUMEN DE MEDIDAS FISCALES QUE AFECTAN AL CAPITAL RIESGO

(Continuación)

	B	DK	F	FRG	GR	IR	I	LUX	NL	UK	E	JPN	USA
1. Total	no	sí	sí	no	no	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	sí
2. Parcial	sí	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	sí	sí
4. ¿Existe crédito fiscal para las sociedades de cartera?	no	no	sí	sí	no	sí	sí	no	no	no	sí	no	no
5. ¿Hay dividendos exentos fiscalmente para el accionista individual?													
1. Ilimitado	no	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
2. Limitado	sí	no	no	no	sí	no	no	no	no	no	sí	no	no
3. ¿Es el impuesto retenido el que responde de la obligación fiscal?	sí	no	sí	no	sí	no	no	no	no	no	no	no	no
g) ¿Hay un tratamiento fiscal favorable para los dividendos de capital riesgo?													
1. Sobre todo el capital riesgo	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
2. Sobre fondos especiales	no	sí	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
1. Privados	no	sí	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
2. Públicos	no	sí	sí	no	no	no	no	no	no	no	no	no	no
h) ¿Se pueden conseguir desgravaciones al grupo?	no	sí	no	sí	no	sí	no	sí	sí	sí	sí	no	sí
1. Hay un porcentaje mínimo de acciones para poder obtener la cualificación	N/A	100	N/A	majority	N/A	75	N/A	99	100	75	90	N/A	80
i) ¿Son deducibles fiscalmente las donaciones a universidades, centros de investigación, etcétera?													
1. Ilimitado	no	no	no	no	sí	sí	no	no	no	sí	no	no	sí
2. Limitado	sí	no	sí	sí	sí	no	sí	sí	sí	sí	sí	sí	no
j) ¿Se pueden obtener garantías gubernamentales o semi-gubernamentales para las inversiones en capital riesgo?	sí	no	no	sí	no	no	no	sí	sí	no	no	sí	sí
k) Tratamiento fiscal de los beneficios del capital en la realización de acciones													
1. Fiscalidad separada para el contribuyente individual	no	sí	sí	no	no	sí	no	no	sí	sí	no	sí	sí
1. Período mínimo de tenencia de acciones	no	3yrs	5yrs	no	no	no	no	6mths	no	no	no	no	6mths
2. ¿Se puede obtener alguna deducción especial?	no	sí	no	no	no	sí	no	no	no	no	sí	no	sí
3. Posible libertad de impuestos	sí	sí	sí	sí	sí	no	sí	sí	sí	no	no	sí	no
4. Tipo impositivo	—	50	15	1/2 nor. rate	—	60 to 40	—	1/2 nor. rate	20 to 54	30	normal rates	1/2 nor. rate	20 (máx.)
5. ¿Es determinante el porcentaje de cartera?	no	sí	sí	sí	no	no	no	sí	sí	no	no	sí	no
2. Fiscalidad separada para sociedades	sí	no	sí	no	sí	3yrs	no	no	no	sí	no	no	sí
1. Período mínimo de tenencia para obtener la calificación de largo plazo	5yrs	3yrs	2yrs	no	no	no	no	no	1yr	no	no	no	6mths
2. Posibles deducciones especiales	no	no	sí	no	no	sí	no	no	no	sí	sí	no	no
3. Posibilidad de aplazamiento del pago del impuesto	sí	sí	sí	no	sí	no	sí	no	sí	sí	sí	no	no
4. Tipos impositivos a corto plazo.	45	50	50	56/36	30	60/40	36	40	43	30	35	42	46
A largo plazo (sólo nacional)	22,5	0	50	56/36	30	60/40	36	40	0	30	35	42	28

mobiliario como las plusvalías derivadas de estas inversiones.

— Estas inversiones en PYMES se pueden dar tanto por vía de financiación interna como externa. Así, la exención abarca a los rendimientos e incrementos de patrimonio derivados de:

- acciones;
- obligaciones convertibles, y
- títulos participativos.

Por lo que se refiere a los títulos participativos, la Ley de 3 de enero de 1983 limitaba la emisión de los mismos a las sociedades anónimas pertenecientes al sector público y a las sociedades anónimas cooperativas. El artículo 2 de la Ley que estamos comentando permite esta emisión también a ciertas entidades cooperativas.

En la práctica francesa, la inversión de las SCR en títulos participativos se centra, fundamentalmente, en los emitidos por las sociedades cooperativas.

2.º *Exención accesoria y parcial*

En la citada Ley se declaran exentos del IS los rendimientos y las plusvalías derivados de otras inversiones diferentes a las señaladas anteriormente con el límite del tercio de la cartera obligatoria.

Esto supone una ampliación de beneficios fiscales con respecto al régimen fiscal español, que limita la exención de los rendimientos y la bonificación de las plusvalías a las rentas derivadas de las inversiones «típicas», pero para las rentas derivadas de otras inversiones (25 por 100 del activo) se le aplica el régimen general del IS. De todas formas, en Francia, de acuerdo con lo dicho, la exención accesoria por las otras rentas se limita a la tercera parte del porcentaje de activo libremente invertido.

Las SCR deben de tener invertido, al menos, el 50 por 100 de su activo en acciones, obligaciones convertibles o títulos participativos emitidos por sociedades que reúnan las siguientes características:

a) Ser francesas. Las participaciones que dan derecho a las ventajas fiscales previstas por el nuevo texto son aquellas que se refieren a títulos de sociedades francesas. Estas sociedades pueden ser filiales francesas de sociedades extranjeras. Por el contrario, los títulos de filiales de sociedades francesas establecidas en el extranjero no pueden entrar en la composición de la cartera exenta.

b) No estar admitidas a la cotización oficial ni a la del segundo mercado.

El apoyo financiero de las SCR debe dirigirse a la financiación de PYMES; por esta razón, el texto se refiere a los títulos de sociedades no cotizables.

En todo caso, cuando las acciones no cotizadas que posea una SCR sean admitidas a la cotización oficial o a la del segundo mercado, siguen computándose en el mínimo de inversión del 50 por 100 durante un período de cinco años a contar desde la fecha de admisión. Al término de los cinco años, las acciones en cuestión ya no pueden formar parte de la cartera exenta de la sociedad de capital riesgo. Esta última podrá, o bien cederlas, o bien conservarlas como inversión libre.

Es interesante resaltar que en esta legislación francesa de apoyo fiscal al CR no se computan en ese 50 por 100 mínimo de PYMES las inversiones en el segundo mercado, a diferencia de la española, que lo que excluye sólo es la cotización oficial.

c) Ejercer una actividad mencionada en el artículo 34 del Código General de Impuestos y estar sometida al impuesto sobre sociedades al tipo del 50 por 100.

El artículo 34 del CGI, que tiene por objeto definir los «rendimientos industriales y comerciales», únicamente hace referencia a las sociedades que tengan una actividad cuyos rendimientos pertenezcan a esta categoría.

De ello se deduce que el apoyo fiscal al CR en Francia no exige (al igual que en España) ni un elemento tecnológico ni de innovación, pero se excluye a las empresas no comerciales o industriales. Además, las sociedades citadas deben estar sometidas al impuesto sobre sociedades a un tipo del 50 por 100. El texto excluye, por tanto, del cómputo del 50 por 100 a:

- Las sociedades que tengan una actividad civil (SCI, SCPI, por ejemplo).
- Las sociedades que tengan una actividad industrial o comercial que estén exoneradas por una disposición específica (SICOMI, SOFERGIE...).

Las sociedades que pretendan disfrutar de estos beneficios fiscales tienen que reunir los siguientes requisitos:

1. Adoptar la forma de sociedad anónima.

2. Tener el 50 por 100 de su activo invertido en las sociedades que reúnan los requisitos señalados anteriormente. Con respecto a este requisito, se señala en la ley que:

— La base del cálculo del 50 por 100 es la situación neta contable de la sociedad. De lo que parece deducirse que el 50 por 100 de inversión obligatoria gira sobre el patrimonio neto y con criterios de valoraciones históricas y no de mercado.

— Este requisito se debe cumplir de manera constante. Pero de todas formas se hacen dos previsiones; se concede el plazo de tres años para constituir la cartera obligatoria, a contar desde el comienzo del ejercicio en el que se solicitó por la entidad acogerse al régimen fiscal de las SCR, y se concede el plazo de dos años para estructurar la cartera cuando, como consecuencia de aumentos de capitales, se rompa la relación entre la situación neta contable y la inversión obligatoria.

3. Las SCR no pueden ostentar, directa o indirectamente, más del 50 por 100 del derecho de voto en las sociedades en las que participan.

4. A las SCR acogidas a este régimen fiscal

se les aplican una serie de reglas especiales derivadas de la propia técnica del impuesto de sociedades en Francia.

Los dividendos repartidos se imputarán, mientras existan, a la parte de beneficios exentos en el IS, y estos dividendos con cargo a beneficios exentos están sometidos a las siguientes reglas:

— No se beneficiarán del régimen fiscal de las sociedades matriz, de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 145 y 206 del Código General de Impuestos (CGI).

— No irán acompañados de una ventaja fiscal (art. 158, 3.°, del CGI), para correlativamente dar lugar a la aplicación de la llamada «precuenta mobiliaria» (art. 223, 6.°, del CGI).

— Estos beneficios exentos y repartidos no darán derecho a la deducción por dividendos en la SCR en la parte en la que dichos beneficios procedan de dividendos.

Esto es lógico, dada la técnica de exención, y no de deducción, en la cuota que utiliza la Ley de 11 de julio de 1985.

Cuando se puedan repartir dividendos con cargo a beneficios exentos y a beneficios sometidos a gravamen se distinguirá:

- Los dividendos provenientes de beneficios exentos, a los que no se les aplicará el régimen de deducción de dividendos.
- Los dividendos provenientes de beneficios gravados, a los que se les aplicará el régimen general de deducción de dividendos.

B. *Régimen de los socios de las SCR*

Este régimen está previsto en el apartado 3.° del artículo 1 de la Ley. Se distinguen los casos en los que el accionista es una empresa individual o social (aquí el dato es la incorporación de los títulos a un balance y no la forma de la empresa), y si es una persona física que no desarrolla una actividad empresarial a la que incorporar estos títulos. Deben distinguirse también los supuestos en los que el dividendo repartido sea con cargo a beneficios exentos o gravados.

1.° *Accionista empresa:*

a) Si el dividendo procede de beneficios gravados, se aplica el régimen general de deducción por dividendos previsto en el IRPF y en el IS.

b) Si el dividendo procede de beneficios exentos, se le aplica el régimen de las plusvalías a largo plazo. Este régimen comporta:

— El gravamen al tipo del 15 por 100 para las sociedades sometidas al 50 por 100 en el IS y al tipo del 16 por 100 a las empresas individuales.

— Constitución con el 85 por 100 de estos dividendos de una reserva especial denominada «plusvalías a largo plazo». Esta obligación no la tienen las empresas individuales.

— En el caso de que se repartan beneficios con cargo a la cuenta «plusvalías a largo plazo», las sociedades quedan sometidas por la parte no pagada al recibir el dividendo (el 35 por 100).

Los organismos sin fin lucrativo, sometidos al 24 por 100 en el IS, gozan de exención por los dividendos distribuidos por las SCR, ya provengan de beneficios exentos o gravados (ello se deduce del artículo 206, 5.°, del CGI).

2.° *Accionista persona física:*

La Ley que comentamos distingue entre empresa y personas físicas. Debe entenderse que la expresión «empresa» viene referida a las sociedades y empresas individuales, y que la expresión «persona física» se refiere a sujetos pasivos del IRPF que, si desarrollan actividades empresariales, no incorporan sus acciones de la SCR a sus balances.

Los dividendos que provengan de beneficios gravados quedan sometidos, de acuerdo con lo arriba indicado, al régimen general de deducción por dividendos.

Con respecto a los dividendos procedentes de beneficios exentos, se distinguen dos regímenes:

a) El régimen normal previsto en el Código General de Impuestos (art. 158). Esto supone el gravamen de estos dividendos al tipo progresivo que corresponda del IRPF y la inexistencia de crédito fiscal, aunque se puede beneficiar de la reducción de hasta 3.000 francos, prevista en el artículo 158, cumpliendo sus condiciones.

b) El régimen de beneficio fiscal, cumpliendo los requisitos señalados en el artículo 1, 3.°, de la Ley que comentamos. Dada la remisión que este artículo hace al 200, A, del CGI, resulta que los dividendos de una SCR estarán exentos siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

— Conservar los títulos durante cinco años desde la suscripción o compra.

— Reinvertir los dividendos mediante la compra o suscripción de acciones de la SCR que reparte los dividendos o mediante una cuenta remunerada en la SCR. Esta cuenta no será dis-

ponible en el plazo de cinco años y la exención se extiende a los intereses de la misma.

— Se exige, además, que ni el accionista, ni su cónyuge, ni sus descendientes o ascendientes posean conjuntamente más del 25 por 100 del capital de la SCR o de las empresas en las que ésta participa.

C) *Fiscalidad de los fondos de capital riesgo*

Los FCR en Francia no están sometidos, a diferencia de lo que ocurre en España, al impuesto sobre sociedades. En esto Francia sigue la línea de otros países anglosajones y europeos que entienden que, al no tener personalidad jurídica, son comunidades de bienes sometidas al impuesto personal que corresponda a sus partícipes.

Por ello, a los FCR se les aplica el régimen de transparencia fiscal o, si se prefiere, de atribución de rentas a los partícipes. Todo el beneficio del fondo, distribuido o no, se incluye, proporcionalmente a la cuota de participación, en el IRPF o IS del fondista en capital riesgo.

D) *Fiscalidad de los institutos regionales de participación*

Estas entidades (paralelas a nuestras sociedades de desarrollo regional) tienen forma de sociedad anónima y un *status* fiscal bastante favorable. Los IRP se benefician de una transparencia fiscal casi total, a cambio de un cierto número de obligaciones que deben respetar.

Los ingresos de los IRP se reparten de dos formas:

— Un sector exento que afecta a los ingresos siguientes:

• Los productos corrientes y plusvalías de cesiones de valores dependientes de la cartera de valores de participación.

• A título accesorio, los productos de cualquier otra inversión: obligaciones convertibles (comprendiendo las primas y *lost),* préstamos participativos, colocaciones de tesorería a la vista o a plazo.

— Un sector sujeto, que comprende todos los otros productos, y especialmente aquellos precedidos por gastos de expedientes y honorarios de peritación, y los productos provenientes de la fracción excedentaria de las inversiones y de la disponibilidad.

Los IRP tienen las siguientes obligaciones:

— La presencia de un comisario del gobierno en el Consejo de Administración.

— Las acciones del instituto son todas del mismo rango y nominativas.

— Las tomas de participación deben consistir en la suscripción de títulos emitidos por sociedades francesas no cotizadas que ejercen a título principal una actividad industrial o comercial en la región considerada, y que están sometidas al impuesto sobre sociedades.

— Los IRP pueden constituir una reserva especial que se añade a la reserva legal, no pudiendo estas dos reservas en total exceder del 50 por 100 del capital (la dotación de esta reserva especial se encuentra precisada).

— Los IRP deben comprometerse a distribuir a sus accionistas dividendos de forma progresiva y escalonada, y la totalidad de los beneficios cuando el montante total de la reserva autorizada alcance el 50 por 100 del capital.

Los accionistas de los IRP no pueden beneficiarse del régimen fiscal de las sociedades matriz-filiales.

Fuera de estas reglas que hemos expuesto, las entidades que en Francia desarrollan actividades de capital riesgo y no se han acogido a esta legislación específica están sometidas al régimen fiscal general. Esto supone básicamente quedar sujetos sus beneficios al tipo del 50 por 100 en la parte relativa a rendimientos de capital mobiliario y plusvalías a corto plazo y otros conceptos de renta, y al 15 por 100 en las plusvalías a largo plazo.

E) *Otras medidas fiscales de estímulo existentes en Francia*

El marco específico de apoyo tributario al CR en Francia lo constituye la citada Ley de 1985. Pero además de ese régimen existen otras medidas más generalizadas de apoyo empresarial de las que se puede beneficiar el CR.

a) Medidas de apoyo a la creación de empresas nuevas. Según la Ley de 29 de diciembre de 1983, los beneficios de las empresas quedan exentos del IRPF y del IS durante los tres primeros años de su vida y gozan de una exención del 50 por 100 de sus beneficios durante los dos ejercicios siguientes, siempre que cumplan los siguientes requisitos:

— Que se creen entre el 1 de enero de 1983 y el 31 de diciembre de 1986 y sean empresas realmente nuevas.

— Que desarrollen actividades comerciales e industriales.

— Que esos beneficios no sean repartidos.

b) Medidas de apoyo a la investigación. Un crédito de impuesto se instituyó en favor de la investigación por el artículo 67 de la Ley de Finanzas para 1983.

Esta medida reemplazó a las antiguas primas a la innovación de L'ANVAR (primas del 25 por 100 atribuidas de forma casi automática a las pequeñas empresas que realicen gastos de investigación con un organismo autorizado).

El crédito del impuesto se concede sin autorización previa y sin formalidad particular a toda empresa que realice un esfuerzo de investigación; este crédito de impuesto es del 25 por 100 del aumento en volumen de un año a otro de los gastos de investigación y desarrollo. Este beneficio fiscal está sometido a las siguientes reglas:

— Solamente pueden beneficiarse de él las empresas industriales y comerciales gravadas según sus beneficios reales.

— Las empresas de nueva creación pueden igualmente beneficiarse de un crédito de impuesto igual al 25 por 100 de los gastos de investigación y desarrollo expuestos.

— La empresa debe ejercer una opción en el momento de la declaración anual de resultados; esta opción es irrevocable durante el período de aplicación del crédito de impuesto de investigación (de 1983 a 1987).

— Cálculo: el crédito del impuesto es igual al 25 por 100 de la diferencia entre los gastos de investigación de un año natural y los gastos de investigación del año precedente, revalorizado por el índice medio anual de los precios al consumo calculado por el INSEE.

— Gastos afectados:

- Los gastos de personal: investigadores, ingenieros, técnicos.
- Los gastos confiados a un organismo o experto autorizado.
- Los gastos de funcionamiento (fijados en el 55 por 100 de los gastos de personal).
- Las dotaciones para amortizaciones.
- Los gastos de depósito y mantenimiento de patentes.

— No constituyen operaciones de investigación:

- La terminación de la fase experimental, el funcionamiento de una instalación piloto.
- Las producciones a título de ensayo o las producciones experimentales.
- Los gastos de estudio para adaptar los productos a los cambios de estilo, los estudios de mercado, los estudios de coste.

— Si el crédito de impuesto es superior al impuesto, el excedente se restituye a la empresa; pero si la empresa reduce ulteriormente sus gastos de investigación, podrá ser obligada a reembolsar en todo o en parte el crédito de impuesto de que se haya podido beneficiar.

Las empresas industriales y comerciales que inviertan en inmuebles destinados a la realización de investigación científica y técnica pueden proceder desde el primer año a una amortización excepcional del 50 por 100, deducible de los beneficios imponibles. Esta medida se extiende al ensayo de prototipos industriales antes de la fabricación industrial.

c) Medidas tendentes a facilitar el acceso de los trabajadores al capital de sociedades. Estas medidas están contenidas en la Ley sobre el Desarrollo de la Iniciativa Económica, de 9 de julio de 1984. Contiene disposiciones tendentes a la creación, desarrollo y transmisión a los asalariados de empresas que tienen alguna relación con el capital riesgo. Existen dos medidas al respecto:

— La reducción de la base imponible en el IRPF por el importe de los intereses de los préstamos pagados por los trabajadores para suscribir las acciones de una sociedad nueva. Esta deducción no puede exceder del 50 por 100 de la remuneración del asalariado ni de la cantidad de 100.000 francos.

— La concesión de una serie de ventajas fiscales para los trabajadores que aseguren la continuidad de sus empresas mediante la compra de sus acciones. Estas ventajas están subordinadas a la creación por esos asalariados de una sociedad *holding* cuyo único objeto sea adquirir los títulos de la sociedad de la cual son asalariados.

La sociedad *holding* debe de ser nueva y poseer la mayoría de los derechos de voto de la sociedad comprada; la sociedad comprada debe ejercer una actividad industrial o comercial y estar sometida a los BIC.

Las ventajas fiscales son las siguientes:

— La sociedad *holding* se beneficia de un crédito del impuesto calculado según el impuesto

sobre sociedades debido por la sociedad comprada; de esta forma, la sociedad *holding* puede reembolsar el capital del préstamo y pagar los intereses contraídos.

— En el caso en que las dos sociedades se fusionen después del 31 de diciembre de 1987, les será aplicable el régimen especial de fusiones.

— Los asalariados podrán deducir de sus rentas los intereses de los préstamos contratados para suscribir el capital de la sociedad nueva, con el límite de 100.000 francos por año.

— Un *report* de imposición de las plusvalías realizadas por los asalariados y por los accionistas de la sociedad comprada.

— La exención de los derechos de registro (del 1 por 100) por la compra de las acciones.

5. Similitudes y diferencias del tratamiento fiscal en Francia y España

Las semejanzas entre ambos regímenes se manifiestan en los siguientes aspectos:

1. El carácter no obligatorio del régimen financiero. Este es opcional para las entidades que quieran disfrutar de los beneficios fiscales.

2. La no exigencia, a diferencia de otras legislaciones, de bases tecnológicas, y ni siquiera innovadoras, de las empresas participadas por las ICR. La legislación francesa sólo exige que sean empresas industriales y comerciales, y la española, que sean empresas no financieras.

Lo que ocurre es que, aunque ambas legislaciones tratan de orientar el CR hacia las PYMES, la legislación francesa excluye de la cartera obligatoria de las ICR a los títulos cotizados en el segundo mercado y la legislación española excluye sólo a los títulos cotizados en la Bolsa Oficial.

En Francia, por lo tanto, el segundo mercado es un instrumento de salida o desinversión, pero no un instrumento en el que realizar las inversiones.

3. Desde el punto de vista fiscal, también coinciden ambas legislaciones, y las diferencias que se dan, como veremos, son sólo de matices y de técnicas tributarias algo diferenciadas.

a) *Diferencias desde el punto de vista financiero*

Es este aspecto de la normativa del CR español el que ha sufrido más crítica y, frente al régimen flexible de Francia y otros países, el régimen financiero de las ICR se ha calificado de inútilmente encorsetado. En Francia sólo se exige que la mitad del activo de las SCR se invierta en sociedades comerciales o industriales francesas no cotizadas. Frente a ese 50 por 100, en España se exige el 75 por 100.

En Francia, al igual que en la mayoría de los países, tampoco se exige para disfrutar de los beneficios fiscales:

— Un máximo ni un mínimo de inversión en las empresas participadas.

— Un capital o patrimonio mínimo de las ICR.

— Un mínimo de número de socios o partícipes.

— Un máximo de participación en el capital por un accionista o grupo de accionistas. Como se ha visto, este requisito no se exige a las SCR francesas para exonerarse en el IC. Este requisito se debe cumplir, entre otros, para que el accionista persona física se exonere de los dividendos percibidos de la SCR.

— Tampoco se exige que la inversión se haga en acciones, sino también en otras fórmulas de financiación «comprometidas», como las obligaciones convertibles y los títulos participativos.

Con respecto a la nacionalidad de las empresas participadas, la ley francesa exige que dichas empresas sean nacionales. En esto el Decreto-Ley 1/1986 parece más liberal, y no requiere que sean empresas residentes en España. De todas formas, este requisito podría deducirse de las desafortunadas expresiones del artículo 14 y de toda la filosofía de apoyo a las PYMES españolas que subyace en el Decreto-ley.

b) *Diferencias desde el punto de vista fiscal*

En Francia, la técnica utilizada es la de la exención, excluyendo de la base imponible los rendimientos del capital mobiliario y las plusvalías derivadas de la cartera obligatoria.

En España, la técnica utilizada es la del crédito fiscal mediante la deducción en cuota, técnica que para los rendimientos del capital que sean dividendos llega al mismo resultado que en Francia (la no tributación) y para las plusvalías es una bonificación, y llega «casi» a los mismos resultados para el caso en el que la plusvalía se ha considerado por el legislador realizada en un período óptimo (de cuatro a ocho años).

De todas formas, el estímulo fiscal al CR espa-

ñol es menor que en otros países, como Francia, por las siguientes razones:

1.ª La exoneración de las plusvalías no es total, sino parcial, y condiciona a unos períodos de maduración de las inversiones que no siempre se corresponden con la realidad.

2.ª Las ventajas fiscales de los rendimientos de los títulos no se limitan en otros países a los dividendos, sino que se extienden al concepto amplio de los rendimientos del capital mobiliario. Ello en consonancia con la posibilidad de que las ICR financien a las PYMES vía obligaciones convertibles o títulos participativos.

3.ª En Francia existe, como hemos visto, exención de rendimientos del capital mobiliario y plusvalía de una parte (un tercio) de la cartera no obligatoria. En España, los beneficios fiscales se limitan a los rendimientos y plusvalías derivados del 75 por 100 de la cartera obligatoria.

4.ª En España existen estímulos fiscales en el IS para las ICR, pero no estímulos fiscales específicos en el IRPF o el IS de los socios y partícipes inversores en ICR.

5.ª Para el caso en el que, tanto las ICR como los inversores en las mismas, sufran una minusvalía, en Francia y en otros países existen previsiones compensatorias, asumiendo la colectividad una parte del riesgo asumido por el particular.

6.ª Para el caso de que la estructura de una ICR adopte la forma fideicomisaria de fondos, en España se sujeta al impuesto sobre sociedades, cuando lo más lógico hubiera sido establecer el régimen de imputación que existe en otros países con respecto a los beneficios que hubieran sido gravados en el caso de ser una SCR.

Como se ha visto a lo largo de este apartado, el estímulo fiscal del CR se considera imprescindible para el desarrollo de este tipo de inversión. Este apoyo se hace más necesario en los países en los que existe una presión fiscal fuerte sobre las plusvalías y rendimientos de capital.

De todas formas, todas estas medidas deben tomarse con precaución, adoptando las medidas preventivas necesarias, puesto que, como advierte el *Informe* de la OCDE sobre segundos mercados y CR, en algunos países los estímulos al CR sirven de instrumento a la evasión fiscal, aprovechándose de las medidas agentes económicos que no desarrollan realmente actividades de capital riesgo.

VIII. DIFERENCIAS DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS

Podríamos ya sistematizar las diferencias apreciadas en el CR en Europa y Estados Unidos dentro de la gran similitud con que, en líneas generales, se ha manifestado el fenómeno en ambos continentes. Estas diferencias son las siguientes:

1.ª El diferente modo en que el sector público ha actuado en Estados Unidos y en Europa. En Estados Unidos, la tendencia del sector público es aparecer como agente del CR para estimular el mercado y después desaparecer. En Europa se manifiesta una presencia constante, y no sólo de arranque, del sector público a nivel local y regional. Este fenómeno se manifiesta con más intensidad en España que en el resto de los países europeos.

La diferencia se aprecia en la evolución del propio CR norteamericano, que está marcado por tres etapas en función de la actuación pública: la primera etapa es de incipiente nacimiento del CR, impulsado por las propias fuerzas del mercado (1945-1958); la segunda etapa (1958-1970) es aquella en la que el sector público actúa gestionando CR, con la promulgación en 1958 de la *Small Business Investment Act,* a través de las SBICS, y la tercera etapa (1970-1984) está caracterizada por un espectacular crecimiento espontáneo del CR desde la iniciativa privada.

2.ª A nivel interno, el mercado de las PYMES que financia el CR norteamericano es mucho más amplio que el europeo, no sólo por la mayor magnitud del mercado norteamericano, sino por el carácter más localista de los proyectos financiados en Europa.

3.ª El CR norteamericano tiene un carácter mucho más internacional, y ha colocado parte de sus recursos en el mercado europeo y japonés. El financiar proyectos en varios países y continentes da múltiples ventajas, puesto que las empresas participadas (coordinadas por la correspondiente ICR) pueden intercambiarse una gran variedad de productos y servicios.

El CR europeo es poco internacional desde el punto de vista:

— De la nacionalidad de los inversores del CR. Según el estudio de Peat-Marwit, el 81,4 por 100 del CR es nacional y el resto es de otro país comunitario (9,6 por 100) y de fuera de la Comunidad (9 por 100).

— De la nacionalidad de las sociedades financiadas por el CR. A este respecto hay que decir

que la mayoría de los países comunitarios imponen la necesidad de invertir en empresas nacionales para disfrutar de los beneficios fiscales (la citada Ley francesa de 11 de julio de 1985). Los Estados miembros tienden a promocionar las PYMES nacionales y no las extranjeras.

El CR europeo debe internacionalizarse más, y ello exige la desaparición de estas limitaciones, la sindicación de proyectos a nivel europeo y una mayor interrelación de las ICR en el ámbito de la CEE. En esta línea están trabajando diversos organismos comunitarios y la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA).

4.ª La preferencia del *venture capital* norteamericano por invertir en tecnología punta, frente a la importancia que en el capital riesgo europeo tienen las inversiones en sectores industriales y de consumo. Ultimamente se aprecia también en Estados Unidos una importancia menor de la tecnología punta por las razones apuntadas.

5.ª En Estados Unidos, las ICR tienden a controlar más a las empresas en las que invierten y a intervenir en la toma de decisiones de las mismas mediante la introducción de una persona del *venture capital* en el Consejo de Administración de la empresa participada, como ejecutivo, o mediante un asesoramiento multidisciplinario a estas empresas participadas.

En Europa, en líneas generales, las ICR no se preocupan tanto como las norteamericanas de efectuar un seguimiento de las empresas participadas. La incertidumbre que esta falta de información produce obliga a las ICR europeas a diversificar más sus riesgos.

6.ª De lo anterior se desprende que las ICR norteamericanas son, más que las europeas, además de entidades financieras, entidades de servicios dirigidas al asesoramiento empresarial.

7.ª En Estados Unidos es frecuente que las ICR adopten la fórmula abierta de FCR por tiempo definido, mientras que en Europa dominan las fórmulas societarias cerradas.

8.ª En Estados Unidos, quizá por el propio dinamismo de su economía, el período de maduración de las inversiones, a efectos de realizar plusvalías, es corto (entre dos y tres años). En Europa, las ICR necesitan esperar un período de maduración superior (entre cuatro y seis años).

9.ª El *venture capital* norteamericano tiende a invertir en fases muy poco maduras de un proyecto empresarial. Al invertir en los inicios de un proyecto *(seed money),* el riesgo y, consiguientemente, la rentabilidad es superior.

En Europa, por el contrario, se tiende a invertir, más conservadoramente, en una fase ya más madura de un proyecto *(expansion financing),* con una rentabilidad menor.

10. En Estados Unidos se aprecia que los fondos de pensiones tienen una significación superior que en Europa entre los inversores institucionales en capital riesgo.

Como ya dijimos, esta notable posición de los fondos de pensiones en el *venture capital* norteamericano ha ido poco a poco disminuyendo; por un lado, por el mal momento por el que están pasando los fondos de pensiones y, por otro, porque éstos han agotado las posibilidades que les concede la legislación para efectuar sus inversiones en *venture capital.*

11. En Estados Unidos, la inversión media por proyecto es más de tres veces superior a la inversión media de los proyectos financiados en Europa.

En el informe de Peat-Marwick se señalaba que la inversión media de los proyectos norteamericanos es (traducida a pesetas) de 351 millones, y en Europa de 103 millones.

Las razones de esta importante diferencia son, entre otros factores:

— El mayor conservadurismo de las ICR europeas.
— El menor tamaño de las mismas.
— La menor sindicación de proyectos.
— El menor mercado europeo.
— El carácter muy local o regional de muchos proyectos financiados en Europa.

12. En Estados Unidos no existe una legislación fiscal específica de ICR, como ocurre en algunos países europeos, como Francia, Bélgica, Italia o España. Lo que existe es un contexto fiscal favorable a la inversión empresarial en general.

La revista norteamericana *Journal Venture Capital,* mientras se escribían estas líneas, ha publicado los datos del CR en Estados Unidos correspondientes al primer semestre de 1986. En esos datos se confirma la tendencia a la disminución de recursos de CR que se inició en 1984 y continuó en 1985 [véase figura 1.1.*a)* y 1.1.*b)* del apéndice gráfico]. Se considera que la reforma fiscal del presidente Reagan influirá negativamente en el sector, en la medida en que se igualan los tipos impositivos de las ganancias de capital con respecto a los otros componentes

de renta. En el descenso también ha influido la disminución de inversiones en CR por parte de los fondos de pensiones. De todas formas, esta situación se considera por los analistas como una situación transitoria, que podrá remontarse en los próximos años, siempre que se adopten por las autoridades las necesarias medidas de apoyo.

El fortalecimiento del CR en los distintos países, y también en el nuestro, a la luz de la experiencia norteamericana y europea analizada, exige las siguientes condiciones:

a) Desde el sector privado se debe dar un equilibrio entre la oferta y la demanda de capital riesgo.

La saturación es uno de los peligros del CR, puesto que la oferta excede a la demanda en Estados Unidos, y el desequilibrio se puede repetir en Europa y también en España. Esto provoca una elección menos selectiva de proyectos y que éstos sean más inmaduros, más arriesgados y menos innovadores.

La demanda se activa mediante el relanzamiento del espíritu empresarial y creador, el apoyo a las empresas de mediano tamaño y el estímulo a la investigación.

b) Desde el sector público se debe gestionar una parte del CR, pero mediante operaciones de crédito y no mediante participaciones en capital.

Se considera una incongruencia que se pueda combinar en un mismo país una política reprivatizadora de grandes empresas con otra política de participación del sector público en pequeñas y medianas empresas.

c) La consolidación y fortalecimiento de los segundos mercados. Pero si a éstos no acceden empresas innovadoras no pueden servir al desarrollo del capital riesgo.

d) La fiscalidad se ha manifestado, en los diferentes países, como factor condicionante de la inversión en CR. Los beneficios fiscales deben extenderse también a los inversores en CR, con un tratamiento adecuado de las minusvalías.

e) La aparición de especialistas en intermediar en la oferta y la demanda de CR se manifiesta como otro factor esencial para el fortalecimiento de este mercado.

En definitiva, el capital riesgo tiene un futuro prometedor mientras existan agentes económicos con deseos de exponer sus recursos para financiar proyectos de personas emprendedoras e imaginativas y mientras existan profesionales dedicados a ponerlos en contacto.