

VALORACION DE LA NUEVA NORMATIVA SOBRE CAPITAL RIESGO

Santiago BERGARECHE BUSQUET

INTRODUCCION

Antes de entrar en la valoración sobre el nuevo régimen legal fiscal aplicable al capital riesgo (CR), creo que conviene dar respuesta a dos preguntas que considero importantes:

— ¿Aporta algo a la situación económica de un país el CR?, y

— ¿cómo operan las sociedades que desarrollan este tipo de actividad?

Por lo que se refiere a la primera pregunta, si realmente el CR es beneficioso para el desarrollo económico de un país, habrá que crearle un marco para que pueda practicarse sin excesivas limitaciones y, por otra parte, habrá que entender bien el funcionamiento de esta nueva figura financiera para que este marco, efectivamente, sea válido y produzca los efectos deseados.

1. ¿Qué aporta el CR a su entorno socioeconómico?

El CR tiene unas características que han conseguido que en todos los países en los que se ha introducido haya producido unos efectos económicos muy beneficiosos. Estas características son:

— Canalización del ahorro hacia las inversiones productivas, es decir, hacia empresas con potencial y con importante aportación tecnológica, a diferencia de la canalización en favor de situaciones industriales difícilmente defendibles y, además, la

— incorporación de la experiencia de unos profesionales en favor del desarrollo de empresas de tamaño medio y pequeño, que complementa los conocimientos y la experiencia del empresario.

— Por otra parte, las sociedades de capital riesgo (SCR) no solamente apoyan el desarrollo empresarial y la incorporación de nuevas tecnologías en las empresas, sino que, a través de su presencia en ellas, introducen criterios de ortodoxia contable y de gestión en las empresas en las que participan. Pienso que esto último es muy importante en un país de las características del nuestro.

En Estados Unidos, el importe canalizado hacia inversiones en CR asciende a unos 24.000 millones de dólares, gestionados por unas 600 SCR. En Europa, unos 8.000 millones de ecus son gestionados por cerca de 300 empresas. Esto ha conseguido que miles de pequeñas y medianas empresas dispongan de fondos suficientes para desarrollar sus nuevos proyectos y sus nuevas tecnologías, y ha permitido el apalancamiento de préstamos bancarios en su favor, por el mero hecho de contar con accionistas como las SRC que las han seleccionado para sus inversiones. En definitiva, esta convergencia de intereses entre inversores y empresarios tiene como efectos finales la creación de empresas y la generación de puestos de trabajo.

En España existen ya bastantes SCR. Concretamente, en la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) están integradas cerca de cuarenta sociedades que de alguna manera están interesadas en esta modalidad financiera. La tendencia se dirige hacia un proceso de incorporación a esta actividad de grupos privados, que irán creciendo en número con respecto a los públicos, que posiblemente hayan llegado ya a su límite.

Conviene tener también presente que en nuestro país se produce una contradicción ante los ojos de los inversores nacionales y extranjeros en CR, ya que, mientras el entorno financiero y fiscal es, en términos comparativos, el menos

propicio de Europa para el desarrollo de esta modalidad, nuestro país, por su momento económico-social y técnico, es actualmente uno de los países del mundo más atractivos para invertir en CR (1).

2. ¿Cómo operan las SCR?

La segunda pregunta a la que antes me refería consiste en saber cómo se constituyen y operan las sociedades de CR y los fondos de CR. Su actividad se centra en la realización de inversiones o tomas de participación en empresas con buenas posibilidades de expansión y con el objeto final de obtener ganancias de capital a largo plazo. Las participaciones suelen ser minoritarias (20-40 por 100) y temporales (cinco-siete años).

Normalmente, las SCR administran sus propios fondos con sus propios órganos de gestión. Suelen pertenecer a una o varias entidades financieras o grupos industriales.

Los FCR se constituyen con aportaciones de diferentes inversores (2) y se administran por una sociedad de gestión, en la que suelen participar los socios promotores del proyecto conjuntamente con un equipo directivo independiente, bien incentivado y generalmente con participación en la sociedad de gestión.

Los ingresos de la sociedad de gestión provienen de una comisión anual sobre el capital invertido en el fondo y una retención, en su favor, de un porcentaje sobre las plusvalías que se generen por la desinversión o venta de las participaciones.

Suele ser fundamental que las SCR y los FCR tengan un cierto grado de internacionalización, tanto en su gestión como en sus inversiones, y éstas suelen producirse a través de inversiones de una parte del fondo en países punteros en tecnología, buscando la posibilidad de lograr transferencias de tecnología en favor del país de origen, lo que generará nuevas oportunidades de inversión.

En España podrían coexistir varios fondos de estas características, gestionados con objetivos únicamente de rentabilidad. Pero para ello se requiere la introducción de unas ciertas medidas legales, fiscales y financieras: legales, para que la actividad quede bien definida y diferenciada, pero sin excesivos encorsetamientos que compliquen aún más esta actividad. Fiscales, ya que la asunción de altos riesgos debe incentivarse de alguna manera, y los incentivos fiscales suelen ser la forma más clara de animar estas inver-

siones. Financieras, es decir, que existan instituciones financieras, al igual que en otros países, que ayuden a la promoción empresarial. Me refiero a los fondos de pensiones, que invierten marginalmente sus fondos en el CR y, por otra parte, al segundo mercado bursátil, que es necesario que funcione bien para que accedan a él las empresas de tamaño pequeño. Estas dos instituciones financieras han sido las piezas clave del CR en la mayoría de los países.

REGIMEN LEGAL-FISCAL RECIENTEMENTE IMPLANTADO EN ESPAÑA

El pasado mes de marzo se cumplió el primer año de la publicación del Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, que supuso la introducción de una normativa para la actividad del CR y para el segundo mercado bursátil.

La respuesta social y del mercado suele dar la valoración más realista a las novedades que se introducen por la Administración pública en el marco legal-financiero. Desgraciadamente, en el nuevo régimen legal tan sólo una sociedad de CR se ha dado de alta entre todas las existentes en España, y solamente una sociedad cotiza en el segundo mercado bursátil.

Marco jurídico

La nueva normativa no supone una desaparición de la que existía anteriormente referente a Sociedades de Promoción de Empresas, por lo que las posibilidades jurídicas que se presentan en este momento a las SCR son dos: sociedades o fondos de CR y Sociedades de Promoción de Empresas. El interés de ambas está en que presentan un régimen fiscal incentivador.

El problema no está tanto en la elección de una u otra versión, sino en que ambas llevan aparejadas unas exigencias formales que representan una excesiva rigidez para el desarrollo de la actividad, manifestándose recelos del legislador y falta de confianza hacia los inversores de CR y, lo que es más preocupante, el hecho de que la normativa más reciente, muy similar a la anterior, presente, en algunos aspectos, limitaciones aún más fuertes.

a) Aspectos fiscales

A continuación resumo los beneficios fiscales que introduce la nueva normativa, y que son bastante cuestionables:

— Reducción del 99 por 100 de la base imponible del impuesto sobre transmisiones y actos jurídicos documentados. Se trata de una novedad que ofrece un incentivo para las SCR y los FCR, ya que en los actos de constitución, aumento de capital y fusión se reduciría en aquel porcentaje el gravamen actual del 1 por 100 del importe de la aportación.

— Desaparición, en todos los casos, de la doble imposición fiscal sobre los dividendos que se perciban de las sociedades en las que se participa. Aquí también se introduce una nueva concesión, si bien en el régimen general había ya deducción del 100 por 100 de dividendos recibidos de empresas participadas en, al menos, un 25 por 100, y deducción del 50 por 100 si la participación era menor (art. 173 del Reglamento del Impuesto de Sociedades).

— Finalmente, el beneficio más importante, la deducción de un porcentaje de las plusvalías según escala de plazos de desinversión. Aquí, en aras de un determinado ritmo en la rotación de las inversiones, se priman los años cuarto y quinto (99 por 100) y sexto, séptimo y octavo (95 por 100), en detrimento de los tres primeros y los dos últimos (75 y 50 por 100, respectivamente, con un límite de diez años). Esto podría perjudicar, por un lado, las inversiones de rápido despegue tecnológico, aptas en dos años para su venta a un promotor posterior, y, por otro, a determinadas inversiones, a veces muy innovadoras, pero de ciclo largo (por ejemplo, determinados cultivos y explotaciones agrícolas).

Esta deducción está sometida al número 8 del artículo 26 de la Ley sobre el Impuesto de Sociedades, y a su pertinente Reglamento, artículos 243 y siguientes. Para que esta deducción de plusvalías pueda realizarse la normativa en vigor impone unas condiciones tan duras que difícilmente se podría aplicar la citada deducción. Las condiciones son: que se produzca la reinversión indefinida de las plusvalías en el ejercicio en que se originan o en el trimestre siguiente si éstas se obtienen en el último trimestre del año. Además, que esta reinversión se haga en suscripciones nuevas, a la par, en ampliaciones, a la par, y en compra de acciones, a la par, con lo que se condiciona la política de inversiones y, más aún, la de distribución de dividendos, eliminando con ello el legítimo interés del inversor en retirar el fruto de sus inversiones.

b) Aspectos financieros

Las restricciones operativas que impone la

nueva normativa para las SCR y los FCR son importantes:

— Se limita la actividad de las SCR y los FCR a tomas de participación temporal en el capital de sociedades no financieras. Debería también permitir que se incluya la suscripción de «obligaciones convertibles», pero no lo hace. Hay razones para admitir esta posición intermedia, utilizada para retrasar la entrada en el accionariado, unas veces porque el tiempo reduce riesgos y otras porque ayuda a la introducción de prácticas contables más claras.

— Se limita la participación de los socios en el capital o patrimonio de las SCR y los FCR al 20 por 100 y además se excluye de esta limitación a las entidades públicas. Con ello desanima a las entidades financieras y a los grupos industriales que desearan realizar por sí solos esta actividad, e introduce una clara ventaja en favor de las entidades públicas, que no tienen esta limitación. Pensamos que si se levantara esta restricción se podrían crear en España más SCR y FCR de grupos privados, y que, de continuar así, esta actividad tenderá a ser más pública que privada, tal y como ocurre en la actualidad, con casi un 80 por 100 de estas inversiones en la órbita pública.

— El 75 por 100 del activo de las SCR y los FCR se debe invertir solamente en acciones de sociedades que no coticen en el primer mercado bursátil. Esta interpretación es muy generosa, ya que la normativa es confusa y hace referencia a que las acciones en las que se invierta deben corresponder a sociedades que no reúnan los requisitos del artículo 32 del Reglamento de Bolsa, y estos requisitos los cumplen muchas sociedades que no cotizan y que son susceptibles de ser participadas por las SCR y los FCR. Esto se debe aclarar. Por otra parte, el 75 por 100 del activo es un porcentaje excesivamente alto e incorpora una rigidez excesiva, por lo que pienso que habría que reducirlo para dar un mayor margen de maniobra a este tipo de actividad, y muy especialmente si queremos que el proceso de internacionalización se desarrolle. Además, en este coeficiente deberían incluirse las citadas «obligaciones convertibles» a que antes aludía.

También debería concederse un margen flexible de tiempo para que la materialización de las inversiones obligatorias en los FCR y las SCR de nueva creación se pueda hacer sin precipitaciones.

— Las participaciones de SCR-FCR en empresas no podrán exceder del 30 por 100 ni ser inferiores al 10 por 100. Estos dos porcentajes

carecen de justificación y de realismo. Además, ¿por qué razón las SODIS pueden llegar al 45 por 100 y no las SCR-FCR? Sería más razonable igualar el porcentaje al de las SODIS y exigir algún tipo de autorización administrativa para porcentajes que excedieran de ese 45 por 100.

Por lo que al 10 por 100 se refiere, habría que eliminarlo, ya que pone en peligro la posibilidad de sindicación de estas inversiones, figura mediante la cual varios SCR-FCR pueden compartir inversiones en una empresa, lo que hace que se reduzcan considerablemente los porcentajes a los que individualmente acceda cada una.

— Exigencia de previa autorización administrativa y, además, la inscripción en un Registro Especial. Nada se prevé para aquellas SCR-FCR que existían con antelación, pareciendo normal que se concediera un plazo para que las existentes adaptasen sus estatutos.

— Por otra parte, se exige para poder ser sociedad gestora y depositaria de un FCR cumplir los requisitos de la Ley que regula las instituciones de inversión colectiva, olvidándose de las propias peculiaridades del CR. Parecería muy defendible que quienes gestionen los FCR sean los profesionales del CR y no otros que nada tengan que ver con esta actividad.

RESUMEN DEL MARCO JURIDICO-FISCAL

a) Aspectos fiscales

— La deducción del 99 por 100 de la base imponible del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados es, efectivamente, incentivadora.

— La deducción del 100 por 100 de los dividendos percibidos es favorable. Concretamente, introduce un beneficio fiscal para los dividendos provenientes de empresas participadas en menos de un 25 por 100.

— Por lo que a la deducción de plusvalías se refiere, los requisitos son tan difícilmente asumibles que los beneficios ofrecidos apenas podrían tener aplicación. La exigencia de la reinversión indefinida de plusvalías, para poder acogerse a las ventajas fiscales, hace impracticable cualquier tipo de deducciones, y va directamente en contra de la propia naturaleza temporal de los fondos de CR y los justificados deseos de los inversores de retirar los frutos de su arriesgada inversión.

— Las SCR y los FCR no son transparentes, y deberían serlo plenamente para evitar distor-

siones a sus accionistas, ya que éstos podrían tener que tributar como incrementos patrimoniales ingresos que proceden de dividendos de participadas, y viceversa.

— Un tratamiento diferenciado que prime inversiones directas en SCR y FCR sobre otras inversiones bursátiles más tradicionales podría ser recomendable. Normativas en este sentido existen en otros países y podrían darse aquí. En concreto, el inversor particular nunca vendrá a este sector de más riesgo si por invertir en él recibe la misma desgravación que si hubiera puesto su dinero en valores consolidados.

Con estos instrumentos fiscales u otros similares se puede y se debe incentivar el desarrollo del CR. Lo concedido hasta ahora —los dos primeros aspectos— ha resultado insuficiente.

Bien es cierto que para evitar el mal uso o abuso de este instrumento promotor habría que diseñar unas normas cautelares, cuyo cumplimiento podría ser examinado de cerca. No hay que olvidar el papel tutelar de inspección y control que sobre las SCR y FCR da la Ley a la Administración.

Ahora bien, sí hemos de insistir en que es importante que la regulación fiscal se haga con talante positivista, valorando como importante para el país lo que se trata de promover y estando convencidos de que el saldo final será favorable, aunque, junto a las SCR y los FCR, pudieran utilizar este marco algunas personas físicas o jurídicas con menor vocación promotora que la que cabría esperar.

b) Aspectos financieros

— Objeto social: Debería incluir «obligaciones convertibles».

— Libertad para número de socios en SCR-FCR y no limitar porcentajes de participación.

— La exigencia de un coeficiente de inversión del 75 por 100 en acciones de sociedades que no coticen es excesiva, y la normativa es muy confusa en este aspecto.

— Las limitaciones de participación (30 por 100-10 por 100) no tienen justificación convincente.

CONCLUSIONES FINALES

La Administración pública, efectivamente, ha dado un paso importante reconociendo la existencia y la importancia del CR en España, proce-

diendo a su regulación legal y a su tratamiento fiscal.

Sin embargo, pienso que en estos momentos, y por las razones expuestas, cabe una revisión de dicha regulación legal y fiscal, revisión que el Secretario de Estado para Economía reconoció como necesaria, tal y como anunció públicamente durante el pasado simposio de la EVCA, celebrado en Madrid a principios del mes de mayo.

En la medida en que esta revisión se produzca, estoy seguro de que existirán grupos privados nacionales que se animarán a la creación de SCR y FCR, y nos consta que existen ya varios grupos extranjeros deseosos de iniciar esta actividad en nuestro país de la mano de las actuales SCR o similares españolas. Pienso que estas incorporaciones beneficiarán a la actividad, y puesto que este tipo de inversiones son siempre minoritarias, no perjudicarán a las SCR ya existentes, sino que servirán para un mayor desarrollo de las inversiones sindicadas.

Por otra parte, es importante para el CR el papel que en el futuro puedan jugar los fondos de pensiones como canalizadores de ahorro hacia los FCR, y que el segundo mercado bursátil funcione, al igual que ocurre en otros países, por lo que recomendamos se vinculen el CR, los fondos de pensiones y el segundo mercado bursátil.

Finalmente, es también importante que las empresas de tamaño medio y pequeño con potencial de expansión entiendan y sepan apoyarse en las SCR, las cuales, con una participación minoritaria en su capital, podrían aportarles una gran ayuda en su desarrollo. Para que esto se produzca, los empresarios deberán aceptar la idea de que podrán seguir controlando sus sociedades sin necesidad de retener en sus manos el 100 por 100 de las acciones y, por otra parte, deberán también promover la implantación de sistemas ortodoxos contables, en el supuesto de que no los tengan, que permitan transacciones transparentes de los títulos-valores que constituyen el capital social de sus empresas.

Las rigideces del marco institucional actual están impidiendo el desarrollo del CR en España, y muy especialmente la entrada en nuestro país de inversores extranjeros, y si aquél se modificara razonablemente, podría tener un despegue más rápido y una gran influencia en el relanzamiento de nuestra economía.

NOTAS

(1) Entresacado del texto de la ponencia de don Antonio Ortega, de Arthur Andersen, en el Simposio de EVCA celebrado en Madrid en mayo de 1987.

(2) Normalmente, para un plazo predeterminado de tiempo (diez años).