

EL CAPITAL RIESGO BUSCA SU OPORTUNIDAD

Manuel NAVARRO

Jefe de la Sección de Economía y Trabajo de *El País*

INTRODUCCION

Nunca es fácil acometer la creación de una empresa, pero estas dificultades aumentan en medio de una aún no totalmente superada crisis económica y de cambio estructural. Y eso no es todo. La financiación de la actividad de la firma, de una ampliación o reforma, suscita frecuentes dolores de cabeza entre los nuevos empresarios. La potenciación de las sociedades de capital riesgo para las pequeñas y medianas empresas es una alternativa que ya ha dado sus frutos en otros países.

Casi todos los expertos coinciden en afirmar que las pequeñas y medianas empresas están llamadas a ser las grandes generadoras de nuevos empleos, dada su capacidad de adaptación a las nuevas tecnologías y, por consiguiente, de su mayor grado de competitividad. Y así, debe ser, porque en España se crearon 21.500 nuevas pequeñas y medianas empresas en el sector servicios y más de 7.000 en el sector industrial durante 1984.

Pero el problema de la financiación empresarial tiene difícil solución. Por una parte, las empresas españolas basan su financiación en la banca, que ha llegado a alcanzar hasta el 80 por 100 del total. Este porcentaje permanece casi constante desde 1984. Por otra, la financiación del sector privado ha sufrido una importante caída, al pasar del 19,5 por 100 del PIB en el período 1972-1975, al 18,8 por 100 del PIB en 1980-1983. En estas condiciones, los empresarios que se deciden a emprender la aventura siempre arriesgada de poner en marcha una empresa se encuentran con pocas posibilidades de encontrar apoyos efectivos.

Y es aquí donde el capital riesgo tiene su razón de ser y sus posibilidades de expansión. Habitualmente los economistas suelen concep-

tuar a este instrumento financiero como la toma de una participación, directa o indirecta y casi siempre minoritaria, en el capital de una empresa que viene a ofrecer al mercado una idea innovadora (en productos o servicios), lo que supone afrontar un alto riesgo. El inversor renuncia a los rendimientos inmediatos en favor de obtener una plusvalía a largo plazo mediante el proceso de desinversión, que puede realizarse mediante la salida a Bolsa de los títulos de la sociedad o a través de una oferta de compra efectuada por la propia empresa o por otro grupo. Actualmente, la actividad del capital riesgo es muy limitada en España, aunque sea necesario recordar la existencia de las sociedades de desarrollo industrial (SODIS), las sociedades de promoción de las Comunidades Autónomas y la Empresa Nacional de Innovación (ENISA). Junto a esta participación del capital público se encuentra un reducido número de firmas privadas, algunas ligadas a grupos bancarios.

La falta de regulación de esta actividad en España, paralela a la inexistencia de incentivos fiscales, parecía ser un obstáculo inquietante para permitir un desarrollo del capital riesgo. La normativa llegó al fin con el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, pero las limitaciones contenidas en la norma y el pobre tratamiento fiscal han defraudado al sector. Tampoco han sido muy afortunados los primeros pasos dados por el segundo mercado bursátil, un complemento que parece, si no imprescindible, al menos muy necesario para redondear el ciclo de estas inversiones de alto riesgo.

ESTIMULOS FISCALES

El segundo mercado, privado también de estímulos fiscales, lleva una vida lánguida, dejando pasar la oportunidad de acompañar en la euforia

a un primer mercado bursátil que está viviendo un despertar como pocos podrían haber imaginado algunos años antes. El segundo mercado, enfocado desde un principio hacia empresas demasiado pequeñas, parece estar cambiando de orientación, al menos en las intenciones de los responsables de la Bolsa, en favor de empresas de un tamaño algo mayor, aunque las reticencias sobre su utilidad no han desaparecido todavía.

Pero aún no está dicha la última palabra. Mientras voces representativas del sector del capital riesgo piden modificaciones a la normativa actual, no menos calificados representantes de la Administración parecen dispuestos a aceptar las críticas y, lo que es más, se muestran partidarios de reconsiderar algunos aspectos de la misma a la luz de las próximas experiencias que se han de registrar.

Estas críticas se centran en que la normativa es «claramente insuficiente», como señala **Xabier Alkorta**; «bastante pobre», como define **Santiago Bergareche**, o bien que «se excede en un sentido paternalista protector al cuantificar los límites de inversión o de riesgo en cada participación», como afirma **Ignacio Bañares**, quien va más allá al considerar que «el actual esquema jurídico-fiscal parece propicio para desarrollar el capital riesgo de iniciativa pública, pero parece difícil que resulte estimulante para la iniciativa privada». En cualquier caso, parece que se impone la idea de que «la actitud del ejecutivo preparando y elaborando una norma que regule el capital riesgo en España es muy de agradecer» (**Victoriano López-Pinto**), «aunque sea jurídicamente mejorable» (**Jaime Ruiz Cabrero**).

Una opinión que no centra sus críticas en los aspectos citados anteriormente es la de **José María Loizaga**, quien entiende que «no haría falta una regulación específica para las sociedades de capital riesgo». Se basa, a la hora de defender esta afirmación, en la dificultad existente para definir qué es el capital riesgo («cualquier proyecto, desde su comienzo y hasta que madure el negocio, cuente con sus normales fuentes de financiación y haya demostrado su viabilidad, es un capital riesgo»), aunque luego se muestra partidario de que el Estado debe «dejar que las fuerzas del mercado funcionen y evitar tanta regulación».

La Administración se defiende. **José Miracle** considera que la regulación debe valorarse dentro del desarrollo normativo en materia fiscal que se produce en los meses anteriores, el cual restringe significativamente el margen de ma-

niobra para la regulación del capital riesgo. «Es un paso más en la creación de un mercado institucional favorecedor de la creciente sofisticación y especialización de nuestros mercados financieros y, por consiguiente, de la dinamización de nuestra economía», responde **Claudio Aranzadi**. Aunque **Miguel Angel Feito** matice que «ha transcurrido muy poco tiempo para poder evaluar en qué medida serán capaces (los Reales Decretos 1/86 y 710/86) de conseguir los objetivos que se proponen». **Emilio José Mata** afirma que «de lo que se dispone en la actualidad es de una regulación inicial que, una vez desarrollada, permitirá poder definirse sobre la misma de una forma más concreta».

LAS MEJORAS POSIBLES

Ahora bien, si unánimes son las críticas, aún lo son más las opciones que plantea el sector con vistas a perfeccionar la norma. En resumen, podrían ser las siguientes:

a) *Desde un punto de vista formal:*

- Mayor flexibilidad (**Ruiz Cabrero y Torres Picamal**).
- Rebajar el capital mínimo de constitución de las sociedades de capital riesgo, actualmente establecido en 200 millones de pesetas (**Torres Picamal**).
- No exigir a las entidades privadas que tengan que constituir sociedades con un mínimo de cinco socios y un máximo del 20 por 100 del capital o importe del fondo cada uno (**Bañares, Bergareche, López-Pinto, Torres Picamal**).
- Elevar la limitación en las empresas participadas del actual 30 por 100 a porcentajes más elevados, no superiores al 50 por 100 o al menos equipararlo al de las SODIS (**Bergareche**), o llegar hasta el 40 por 100 (**Loizaga**). Por la parte baja, no fijar el límite del 10 por 100 y dejarlo a la libre contratación para permitir una figura como la sindicación de acciones (**Bergareche**). Otros piden simplemente levantar los límites, como **López-Pinto** o **Torres Picamal**. **León Benelbas** es partidario de establecer un abanico entre el 5 y el 49 por 100.
- Reducir la exigencia de invertir el 75 por 100 de sus activos en títulos que no coticen en Bolsa y dar entrada a figuras afines, como obligaciones convertibles (**Bergareche**) y préstamos participativos o finalistas (**López-Pinto**). **León Benelbas** considera que ese porcentaje fuese in-

vertido en instrumentos financieros que supongan toma de riesgo directo. **López-Pinto** se muestra partidario de reducir este porcentaje al 50 por 100.

- Que las empresas inscritas en el registro de capital riesgo puedan ser sociedades gestoras y depositarias de fondos (**López-Pinto** y **Torres Picamal**).

- Que los futuros fondos de pensiones puedan invertir en acciones del segundo mercado bursátil y en acciones y participaciones de las sociedades y fondos del capital riesgo (**Panero**).

b) *Desde un punto de vista fiscal*

- Hay que acercar su incentivo al inversor (**Alkorta**).

- Que se concentren en este instrumento buena parte de los incentivos fiscales que ofrece la actual legislación (**León Benelbas**).

- La Administración debe ser más generosa en el tema fiscal (**Ruiz Cabrero**).

- Tratamiento especial para el ahorro en capital riesgo, permitiendo que las personas físicas puedan deducir hasta un importe máximo anual en el caso de retener la inversión durante un período mínimo de cinco años (**Bergareche**). **Panero** fija este período de tres a cinco años, con posibilidad de reinversión en títulos de la misma naturaleza. **López-Pinto** y **Panero** añaden que se considere como gasto fiscal hasta cinco millones de pesetas por la inversión realizada.

- Tributación especial para las plusvalías obtenidas en la venta de las acciones de las sociedades participadas (**Bañares** y **Torres Picamal**), con unos tipos mínimos que podrían estar situados entre el 15 y 20 por 100 (**Bergareche**). **Loizaga** se muestra partidario del tratamiento de las plusvalías en el régimen general siempre que se puedan deducir las minusvalías de la base imponible de las personas físicas. **Panero** considera necesario establecer la exención de las ganancias de capital a largo plazo, para períodos superiores a tres años, a las plusvalías. **López-Pinto** y **Panero** se muestran en favor de mantener el sistema vigente de corrección monetaria y la aplicación de un tipo único del 15 por 100 para las plusvalías.

- Que se mantenga la deducción vigente para aquellos casos en que la persona física acuda directamente a suscripción en Bolsa (**López-Pinto** y **Panero**).

- No someter a doble tributación los dividendos percibidos y deducción del 20 por 100 para los mismos (**López-Pinto** y **Panero**).

- Concesión de un crédito fiscal del 25 por 100 para las inversiones que se realicen en activos fijos por parte de sociedades de nueva creación o expansión, hasta el total de la cuota a ingresar en el ejercicio, y disfrutar de un período de aplicación de cinco años (**López-Pinto**).

- Que al menos para las sociedades de nueva creación, el período de cinco años de posible compensación de pérdidas comience a computarse desde el primer año en el que se obtengan beneficios (**López-Pinto**).

LOS CRITERIOS DE LA ADMINISTRACION

Los representantes de la Administración, por su parte, consideran que es necesario un período de experimentación antes de pensar en la posibilidad de introducir modificaciones. Así opinan **Claudio Aranzadi** y **Miguel Angel Feito**, aunque este último considera que podrían admitirse modificaciones en la normativa en puntos como la distribución de coeficientes. **Emilio José Mata** opina que no hay razones de peso para mantener los porcentajes de participación en empresas entre el 30 y el 10 por 100.

José Miracle, por su parte, justifica plenamente la limitación del número de socios de este tipo de sociedades: «Hay que ser tajante, y mi opinión es la de rechazar cualquier instrumentación de meras sociedades interpuestas aprovechando las ventajas de esta regulación de capital riesgo». En el aspecto fiscal, **Miracle** considera que «puede fácilmente deducirse una intención del legislador de mantener el tratamiento de los incrementos y disminuciones patrimoniales derivadas de esos activos en capital riesgo dentro del régimen general de la imposición personal, con previsibles ajustes de la inflación mediante la modificación de los índices de actualización». Y más adelante afirma: «La posibilidad de introducir un régimen especial para las inversiones en capital riesgo, en cuanto al gravamen de las plusvalías o minusvalías que generan, entra en el terreno de las hipótesis y, cuando menos, implicaría una nueva complejidad dentro del ya farragoso esquema de los incentivos fiscales.»

En todo caso, parece que el tema sobre el que giran las expectativas sobre el capital riesgo es el tratamiento fiscal, tanto para las personas físicas como para las sociedades o fondos. **Ignacio Bañares** comenta que «la experiencia esta-

dounidense demuestra cómo la elevación del tipo impositivo del 15 al 49 por 100 sobre plusvalías redujo a la nada la formación de capital riesgo y cómo experimentó una fuerte expansión a partir de la reducción del impuesto del 49 al 20 por 100».

A este respecto, parece bastante unánime la opinión de que España despierta el interés de las sociedades de capital riesgo extranjeras, aunque la falta de flexibilidad de la normativa actual y el comentado tema fiscal no propiciarán una llegada masiva de estas entidades, a las que, por otra parte, y como recuerda **Ruiz Cabre-ro**, «les falta dinero para invertir en nuevas iniciativas en sus propios países y aún no han podido pensar seriamente en trasladar su actividad al exterior». Pero fe en que terminarán llegando no falta.

EL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL

La expansión de un instrumento financiero como el capital riesgo parece necesaria para potenciar el recién nacido segundo mercado bursátil, ambos entrelazados y ejerciendo una influencia mutua, a la hora de servir para que las sociedades de capital riesgo puedan lanzar al mercado las acciones de sus empresas participadas en el momento de abandonar la inversión y para realizar así las esperadas plusvalías. «Sin contar con los canales necesarios para salirse de las empresas participadas, las sociedades de capital riesgo se verían obligadas, en la práctica, a vender sus participaciones en las empresas al resto de sus socios mediante la articulación de cláusulas de recompra pactadas al crearse las mismas», reflexiona **Emilio José Mata**. **José María Loizaga** piensa, sin embargo, que para la potenciación del segundo mercado sería necesario limpiar previamente el primero, elevando el capital social de las empresas que cotizan en él hasta 800 o 1.000 millones de pesetas y excluyendo de la contratación a aquellas otras que no cumplen los requisitos establecidos. **León Benelbas** es pesimista sobre las posibilidades de expansión de este segundo mercado.

Capital riesgo y tecnología también son dos conceptos que suelen ir bastante unidos. Las positivas experiencias industriales del Silicon Valley californiano y de la Ruta 128 de Boston, como recuerda **Ignacio Bañares**, han estado basadas frecuentemente en fórmulas de *venture capital*. Pero los expertos matizan este supuesto matrimonio. Invertir exclusivamente en empresas que desarrollen alta tecnología es un error

para **Santiago Bergareche**, a cuenta de los altos riesgos que ello comporta: «Las sociedades de capital riesgo pueden ganar mucho dinero en desarrollos turísticos, en proyectos de distribución, en temas de alimentación...». **León Benelbas** piensa que si un desarrollo tecnológico, por muy interesante que sea para el país, no va a ofrecer unas plusvalías potenciales a los inversores, las sociedades de capital riesgo no deberían participar. **Xabier Alkorta** considera, por su parte, que la tecnología tiene unas «débiles expectativas de negocio» en España.

A este respecto, **Miguel Angel Feito** considera que «mejorar el nivel tecnológico de un país es una tarea que supera ampliamente las posibilidades de este tipo de sociedades y que no se relaciona solamente con la oferta de recursos financieros destinados a tal fin».

Sin embargo, siempre habría que diferenciar, dentro de las denominadas inversiones en tecnología, cuánto corresponde a la investigación pura y cuánto al desarrollo de productos. Así opina **José María Loizaga**, quien se responde que «seguramente es mucho más para el segundo que para el primero», especialmente entre las grandes multinacionales.

Y también suelen estar relacionadas (otra vez el ejemplo del Silicon Valley) las pequeñas y medianas empresas con las innovaciones tecnológicas. «Las sociedades de capital riesgo se mueven entre las pequeñas y grandes empresas, y es aquí donde las motivaciones humanas se concretan mejor y donde el individuo se anima con su propio trabajo, puesto que tiene la posibilidad de ver los resultados de su esfuerzo mucho más cerca que en una gran multinacional», afirma **José María Loizaga**. «Por eso entiendo que en el terreno innovador es mucho más fértil la pequeña empresa que la grande.»

PYMES Y CAPITAL RIESGO

Entre lo anterior y que las sociedades de capital riesgo se mueven siempre dentro de las PYMES, se puede extraer la conclusión de que esta herramienta financiera puede desarrollarse y ser útil a los empresarios de tipo medio. Como señala **Claudio Aranzadi**, «la responsabilidad de la gestión del negocio y lo esencial del riesgo financiero, como es lógico, corresponde al empresario, por lo que, en definitiva, de las capacidades gerenciales del pequeño y mediano empresario y de su propensión a asumir riesgo dependerá el que las sociedades de capital riesgo

terminen apalancando un número creciente de proyectos empresariales con un fuerte contenido de innovación tecnológica y una razonable tasa de supervivencia y rentabilidad.»

También el dinero público se ha dirigido hacia fórmulas de capital riesgo a través de la creación de las sociedades de desarrollo industrial (SODIS), que en estos momentos se encuentran en medio de una polémica respecto a la orientación que deben tomar en el futuro, después de una primera fase de introducción y asentamiento ya superada. Dejando aparte la consideración de si las SODIS son o no son instrumentos «puros» de capital riesgo, parece que los representantes del sector privado valoran positivamente la labor desarrollada hasta ahora, aunque **Xabier Alkorta** considera que el sector público debe limitar su actuación al «establecimiento de un marco legal y fiscal». **Ruiz Cabrero**, por el contrario, considera que las SODIS han venido a cubrir la falta de presencia del capital riesgo privado, que se enfrentará a grandes dificultades para su definitiva implantación en España. **León Benelbas** es partidario de una coordinación entre las iniciativas del INI y de los gobiernos regionales.

Las críticas se centran en la necesidad de que las SODIS actúen con criterios más selectivos y que no se conviertan en un «hospital de empresas». Pero ésta es una posición asumida en parte

por la propia Administración. **Emilio José Mata** señala que las SODIS deben regirse por la idea estratégica de «toma de participaciones en negocios rentables». **Claudio Aranzadi** y **Miguel Angel Feito**, por su parte, insisten en el papel que han cumplido y cumplen las SODIS como generadoras de empleo en las zonas más afectadas por la reconversión industrial.

Las comunidades autónomas, por otro lado, también tienen posibilidad de promocionar el capital riesgo mediante la utilización de sus propios instrumentos financieros. **Xabier Alkorta** es escéptico respecto a la eficacia del sector público, pero reconoce que «la mayor proximidad de la Administración autonómica puede convertir en más operativa la labor de la misma». Tampoco las comunidades autónomas escapan al «riesgo del compromiso político», como señala **Ignacio Bañares**, quien piensa además que aquéllas carecen de competencias para crear un marco fiscal adecuado. Esta es una idea que se reitera entre los encuestados. Los representantes de la Administración, por el contrario, consideran que las autonomías tienen mucho que decir en la potenciación de la actividad del capital riesgo, especialmente, como indica **Emilio José Mata**, porque las comunidades autónomas «tienen un especial interés en fomentar la actividad empresarial en el ámbito de sus respectivos territorios».