## «LAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO SON UNO MAS ENTRE OTROS CANALES DE FINANCIACION QUE PUEDEN PROMOVER EL DESARROLLO TECNOLOGICO»

Miguel Angel FEITO HERNANDEZ
Subsecretario del Ministerio de Industria y Energía

Mejorar el nivel tecnológico de un país es una tarea que supera ampliamente las posibilidades de las sociedades de capital riesgo, afirma el Subsecretario de Industria y Energía. Miguel Angel Feito, no obstante, considera que este tipo de sociedades pueden contribuir a la financiación de sectores con un desarrollo tecnológico elevado, puesto que es ahí donde se ofrecen altas expectativas de rentabilidad.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Hasta hace muy pocos meses no existía en España una regulación específica orientada a fomentar el capital riesgo. Los Reales Decretos 1/86 y 710/86 han contribuido a remover los principales obstáculos que se oponían al surgimiento de una mayor oferta de capital riesgo y de sociedades especializadas en la gestión de este tipo de capital.

Los Reales Decretos citados son, en principio, una aportación para

la más eficiente configuración del sistema de intermediación financiera en España, si bien ha transcurrido muy poco tiempo para poder evaluar en qué medida serán capaces de conseguir los objetivos que se proponen.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

La normativa actual es el primer paso en la regulación del capital riesgo en España. Es de suponer que a medida que se vaya conformando el mercado se irán detectando posibles mo-



dificaciones del marco legal para hacerlo más eficiente. En Estados Unidos, donde se reguló por primera vez el capital riesgo, la ley inicial de 1957 ha tenido numerosas reformas. Las normas españolas tendrán que ser reformadas cuando la realidad demuestre que una configuración distinta del mercado será más eficiente, o se decida asignar más recursos de esta naturaleza para la financiación de la actividad económica.

Una vez dejada constancia de lo anterior,

quisiera señalar que la actual regulación podría admitir modificaciones marginales en algunos de sus puntos, como, por ejemplo, en la distribución de la escala de coeficientes del artículo 16.2 del Real Decreto 1/86: la escala de coeficientes penaliza relativamente a inversiones en investigación con períodos de maduración largos, entre ocho y diez años, frecuentes en algunos sectores industriales de alta tecnología; en este caso, la intención de dotar de movilidad al capital riesgo choca con el período de maduración de algunas inversiones en investigación.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Las sociedades de capital riesgo pueden ser un factor de potenciación del segundo mercado, ya que ofrecen a los ahorradores la oportunidad de hacer menor el riesgo de su participación en el mercado sin ningún coste fiscal adicional. La inversión a través de una sociedad de capital riesgo será menos arriesgada porque a través de ella el ahorrador adquiere participación en una cartera de acciones gestionada por una sociedad especializada en la búsqueda de proyectos con una alta rentabilidad esperada. La experiencia de otros países pone de manifiesto que las plusvalías que generan estas sociedades permiten a los inversores individuales alcanzar una rentabilidad media de sus fondos de en torno al 30 por 100 anual: esta rentabilidad es el resultado del éxito de unas pocas empresas (alrededor del 20 por 100) frente al resto de empresas, que o bien fracasan (aproximadamente un 60 por 100) o sobreviven con dificultades (el restante 20 por 100).

## «Las sociedades de capital riesgo pueden ser un factor de potenciación del segundo mercado»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Dos son los puntos que quiero destacar en relación con esta pregunta: en primer lugar, las sociedades de capital riesgo no se dirigen únicamente hacia sectores de alta tecnología; en segundo lugar, las sociedades de capital riesgo son uno más entre otros canales de financiación que pueden promover el desarrollo tecnológico.

En lo que al primer punto se refiere, las oportunidades de inversión para las sociedades de capital riesgo se encuentran en la práctica totalidad de sectores de la economía, porque en todos ellos hay oportunidades de innovación y empresas dispuestas a aprovecharlas. Es cierto, sin embargo, que es en los sectores de alta tecnología, en los que el nivel de riesgo es mayor y la rentabilidad potencial de los proyectos más alta, hacia donde pretenden orientar principalmente su actividad las sociedades de capital riesgo: a modo de ilustración de lo anterior, puede señalarse que, en Europa, la electrónica, la informática y la robótica absorben en torno al 40 por 100 de las inversiones de capital riesgo.

En cuanto al segundo punto, las sociedades de capital riesgo pueden contribuir a la financiación de sectores con un desarrollo tecnológico elevado, como se ha señalado anteriormente, en la medida en que estos sectores ofrecen tasas de rentabilidad esperadas altas. Las sociedades tenderán a invertir en ellos, no porque entre sus misiones se encuentre la de promover y desarrollar la tecnología, sino precisamente por dichas expectativas de rentabilidad.

#### «En Europa, la electrónica, la informática y la robótica absorben el 40 por 100 de las inversiones de capital riesgo»

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, sino también con el nivel de educación formal, el sistema de protección de los derechos de propiedad, el tamaño de sus empresas, el grado de competencia de sus mercados, entre otros muchos factores. Si se considera únicamente la disponibilidad de recursos financieros, determinados tipos de desarrollo tecnológico, como los que se relacionan con la investigación básica, necesitarán de recursos financieros a largo plazo, incluso subvenciones elevadas a la inversión; otros precisarán tan sólo de recursos a largo plazo con un interés próximo al de mercado, porque la probabilidad de obtener un resultado favorable de la inversión es elevada: es evidente que para aquellos proyectos que requieren períodos largos de maduración, o se relacionan con la investigación básica, las sociedades de capital riesgo no son el instrumento más adecuado de financiación. En resumen, son uno más entre los canales de financiación que pueden dirigirse a sectores que incorporan un contenido tecnológico alto.

Quiero destacar además el hecho de que la oferta de capital riesgo no se circunscribe a la actividad de las sociedades de capital riesgo, y que el papel del sector público es decisivo en la financiación de proyectos de elevado desarrollo tecnológico en cualquier país. El Ministerio de Industria y Energía, a través del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), participa en nuevas empresas tomando participaciones minoritarias temporalmente, o en la modalidad de riesgo-ventura, vinculando la devolución de las aportaciones que hace a los resultados de los proyectos que financia: el valor total

«El papel del sector público es decisivo en la financiación de proyectos de elevado desarrollo tecnológico en cualquier país»

de las inversiones que se han realizado con aportación del CDTI en los últimos tres años, bajo estas modalidades, ha ascendido a 10.453 millones de pesetas, de los que 5.043 millones han sido aportados por el CDTI. El Banco de Crédito Industrial, recientemente, ha creado una sociedad de capital riesgo.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Es frecuente encontrar ideas innovadoras en pequeñas empresas donde sus posibilidades de crecimiento se ven limitadas por su escasez de fondos propios. Precisamente las sociedades de capital riesgo pretenden cubrir un espacio desatendido por los canales tradicionales de financiación: el espacio del intermediario entre fuentes de capital a largo plazo y fuentes de proyectos nuevos y en expansión.

Es cierto, sin embargo, que una característica de las pequeñas empresas es reunir la condición de empresario, gestor y propietario en una sola persona o familia. Por ello, las empresas de este corte tradicional son poco propensas a dar entrada a «extraños» en el capital de la empresa. Poco a poco esta concepción familiar va desapareciendo, y las empresas más innovadoras están generalmente en manos de una generación de empresarios renovada, más dinámica y emprendedora.

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

En la actualidad, las SODIS han sustituido su antiguo papel de sociedades al servicio de la redistribución espacial de la renta por el de instrumentos para la creación de nuevas actividades productivas, creadoras de empleo en aquellas zonas en las que ha sido mayor el ajuste laboral que han tenido que hacer las empresas del INI afectadas por la reconversión. Una vez que las SODIS hayan concluido esta tarea, las necesidades del INI determinarán el papel que se las asigne en la estrategia del grupo; no cabe

olvidar, a este respecto, que frente a la tradición asistencial de las SODIS el grupo INI creó la empresa ENISA para la promoción de empresas con tecnologías avanzadas. En la actualidad, ENISA ha redefinido su actividad hacia la financiación de proyectos para la recolocación de excedentes del grupo INI, pero incorpora la tradición de empresa al servicio de la innovación y la promoción tecnológica.

«Una vez que las SODIS hayan concluido la tarea de crear empleo en las zonas afectadas por la reconversión industrial, las necesidades del INI determinarán el papel que se les asigne en la estrategia del grupo»

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Es todavía pronto para que las sociedades de capital riesgo extranjeras hayan mostrado un interés generalizado en el mercado español, si bien han existido ya algunos contactos entre sociedades de capital riesgo extranjeras y españolas para realizar *joint-ventures*. En cualquier caso, se puede ser optimista en este sentido, por el fuerte ritmo de la inversión extranjera en nuestro país. No deja de ser un dato de interés también el que la European Venture Capital Association (EVCA) haya escogido España para celebrar su último congreso anual.

Quisiera resaltar que el Ministerio de Industria inició contactos con la EVCA, con motivo de la asunción por parte de España de la presidencia de la Conferencia Ministerial Eureka, y esperamos que de esos contactos surjan acuerdos para destinar más recursos de capital riesgo para financiar proyectos tecnológicos Eureka en Europa y, por lo tanto, en España.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Las comunidades autónomas, al igual que las restantes instituciones públicas, pueden contribuir al aumento de la oferta de capital riesgo, como de hecho están haciendo ya. Aumentar la oferta de capital riesgo en sus demarcaciones

puede ser un instrumento útil para favorecer la creación de empresas en ellas y la aparición de nuevos empresarios que aprovechen los recursos materiales y humanos que puedan incrementar el nivel de competitividad de la estructura productiva de la región. Es importante que

las empresas creadas por las sociedades de capital riesgo se orienten hacia actividades en las que la disponibilidad de recursos de la región las dote de competitividad como medio para construir un tejido industrial sólido a largo plazo.

# «EL CAPITAL RIESGO, JUNTO A LOS MECANISMOS DE INCENTIVACION REGIONAL, PUEDE CONSTITUIR UN IMPORTANTE INSTRUMENTO DE FOMENTO EMPRESARIAL»

Emilio José MATA GALAN

Director General de Incentivos Económicos Regionales del Ministerio de Economía y Hacienda

El capital riesgo puede llegar a ser un importante instrumento de fomento de nuevas empresas, opina Emilio José Mata Galán, Director General de Incentivos Económicos Regionales del Ministerio de Economía y Hacienda y, como tal, colaborador de forma significativa con otros mecanismos que se están poniendo en marcha para incentivar la actividad empresarial de las zonas menos favorecidas del Estado. La Ley 50/1985, de incentivos regionales, ha creado el marco de acuerdo

con el cual se están desarrollando los nuevos instrumentos financieros de incentivación de empresas en las comunidades autónomas de menor nivel de desarrollo y en aquellas otras zonas del Estado con especiales problemas económicos. Esta ley, que va a dar lugar a una profunda modificación de los sistemas actuales de incentivación regional, puede constituir, junto con un adecuado desarrollo del capital riesgo, un instrumento potente de desarrollo regional.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

El simple hecho de que se haya producido una regulación de la materia significa que se concede importancia al capital riesgo, y esto es importante. No obstante, de lo que se dispone en la actualidad es de una regulación inicial que, una vez desarrollada, permitirá poder definirse sobre ella de una forma más concreta.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

A mi juicio, la propia naturaleza del fomento empresarial exige que la regulación que se haga de sus instrumentos tenga muy en cuenta los criterios de flexibilidad necesarios para que ta-



les instrumentos puedan adaptarse a las diferentes situaciones que pueden presentarse. En este sentido tal vez debería revisarse el criterio actual de que los porcentajes de participación de las sociedades de capital riesgo deben estar comprendidos entre el 10 y el 30 por 100 del capital de las empresas participadas. Tal vez podría facilitar la operatividad de las mismas, en ciertos casos, el que se determinara simplemente que la participación de una sociedad de capital riesgo en una empresa no podía ser superior al

50 por 100. En efecto, mientras una participación del 10 por 100 en el capital de una empresa de gran dimensión puede ser muy importante, para una sociedad de capital riesgo de reducido tamaño, una participación del 30 por 100 puede no ser suficiente para cubrir las necesidades de autofinanciación de otras que no cuentan con la suficiente aportación financiera de los socios.

«Debería revisarse el criterio actual de que los porcentajes de participación de las sociedades de capital riesgo deben estar comprendidos entre el 10 por 100 y el 30 por 100»

Probablemente podría resultar también de interés estudiar posibles mecanismos fiscales de incentivación para que el ahorro privado pudiera canalizarse hacia la toma de participaciones en las sociedades de capital riesgo, de forma que se hiciera más fácil a éstas incrementar sus recursos propios a través del aumento de las cifras de su capital, sin necesidad de que estas ampliaciones tuvieran que ser suscritas imprescindiblemente por instituciones.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Las sociedades de capital riesgo pueden influir en la dinamización del segundo mercado, lo cual, a su vez, tendría también importantes efectos positivos para ellas.

A través del segundo mercado las sociedades de capital riesgo podrían canalizar la venta de las acciones de sus empresas participadas cuando decidieran abandonar su participación en las mismas. De esta forma se desarrollaría una fórmula más dinámica para que tales sociedades pudieran incrementar la rotación de sus fondos, aumentando el volumen de negocio del segundo mercado y las opciones para el ahorro privado, que podría acceder a unos activos financieros con la garantía de la información suministrada por las sociedades de capital riesgo acerca de la situación económico-financiera de las empresas cuyas acciones vendían.

También podría constituir el segundo mercado una posible fuente de obtención de recursos adicionales para las sociedades de capital riesgo por la vía de la canalización de sus propias ampitaciones de capital.

En todo caso, la dinamización del segundo mercado y su influencia en la rotación de los fondos de las sociedades de capital riesgo es, a mi juicio, de la mayor importancia, pues de no existir fórmulas de este tipo las sociedades de capital riesgo se verían obligadas, en la práctica, a vender sus participaciones en las empresas al resto de los socios mediante la articulación de cláusulas de recompra pactadas al crearse las mismas.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

En negocios de pequeña dimensión destinados a desarrollar una nueva tecnología es difícil que se disponga, al mismo tiempo, del capital necesario, del empresario y de una innovación tecnológica susceptible de ser explotada con un mínimo de rentabilidad económica. En unos casos no se dispone del capital suficiente, en otros falta el empresario y los adecuados conocimientos organizativos y de gestión para hacer operativa una idea, y en algunos más, en fin, existe un «inventor» capaz de proporcionar una idea teóricamente importante, pero que resulta difícil que sea explotable económicamente.

Las sociedades de capital riesgo pueden realizar aportaciones importantes en cada uno de estos campos, y con ello hacer posible que una nueva tecnología pueda desarrollarse en la práctica. Si existe carencia de capital, la sociedad de capital riesgo puede aportarlo en parte, e incluso buscar otros socios que lo completen. Si no existen los suficientes conocimientos organizativos y de gestión, la sociedad de capital riesgo puede aportarlos o seleccionar el equipo necesario para tales fines. Y si la «invención» no es rentable económicamente, la sociedad de capital riesgo podrá utilizar sus equipos humanos y técnicos para detectarlo, separando de esta forma las nuevas invenciones no aplicables económicamente de aquellas otras que efectivamente pueden suponer una aportación al desarrollo tecnológico.

«La dinamización del segundo mercado y su influencia en la rotación de los fondos de las sociedades de capital riesgo es de la mayor importancia»

En consecuencia, las sociedades de capital riesgo pueden constituir, a mi juicio, un instrumento eficaz para el desarrollo tecnológico, tanto porque pueden colaborar o hacer realidad la aplicación de auténticas invenciones como porque pueden colaborar al ahorro de recursos al

desaconsejar que se creen empresas para explotar supuestas aportaciones innovadoras que son inviables, actuando de esta forma como un filtro de las mismas. Y esto es importante porque esta tarea no puede ser realizada adecuadamente mediante los instrumentos tradicionales de incentivación financiera o fiscal, los cuales únicamente pueden actuar como catalizadores de ideas al ofrecer facilidades de naturaleza estrictamente financiera.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Los incentivos fiscales y financieros, en forma de subvenciones, créditos blandos o bonificaciones fiscales, sólo pueden cumplir su función en el campo del fomento empresarial cuando resulta necesario facilitar la situación financiera de un proyecto o aumentar considerablemente su tasa interna de rentabilidad. Pero existen otros casos en los que las carencias de un provecto no son estrictamente de naturaleza financiera, como se mencionaba en el epígrafe anterior, circunstancias estas que se presentan fundamentalmente en los casos de los pequeños y medianos negocios. Las sociedades de capital riesgo, al poder prestar otros servicios además del estrictamente financiero, constituyen un instrumento más eficaz que los incentivos financieros y fiscales para fomentar las pequeñas y medianas empresas. En efecto, estas sociedades pueden colaborar en múltiples aspectos para la creación de una pequeña empresa: dimensión de la misma, realización de los análisis de viabilidad, cuantificación de los recursos financieros precisos, acceso a las diferentes líneas de incentivación existentes, búsqueda de socios, estudios de mercado, etc. Aspectos todos ellos que, aunque pueden ser logrados por una empresa, son de más difícil realización para las de pequeña y mediana dimensión.

«La idea estratégica que debe presidir el desarrollo de una SODI es la búsqueda de la toma de participaciones en negocios rentables»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Las SODIS actualmente existentes han sido creadas en diferentes momentos y probablemente de acuerdo con filosofías distintas.

En la época del desarrollismo a ultranza se trataba de participar en el mayor número de empresas posible, sin que la viabilidad de las mismas a medio plazo fuera siempre preocupante. En la actualidad, por el contrario, debe primar la calidad sobre la cantidad de las empresas participadas.

A mi juicio, la idea estratégica que debe presidir el desarrollo de una SODI es precisamente la búsqueda de la toma de participaciones en negocios rentables, la investigación y creación de fórmulas imaginativas que permitan suministrar los recursos financieros que a veces precisan los nuevos negocios que se ponen en marcha, así como la articulación de mecanismos que hagan posible una mayor rotación de sus fondos, de tal forma que pueda obviarse el sistema actual de las «cláusulas de recompra», por parte del resto de los socios, de sus participaciones en las empresas.

Si se logra una mayor rotación de sus fondos y se consiguen nuevas fórmulas que permitan aumentar su autofinanciación, se logrará dinamizar enormemente el papel de estas sociedades.

«La Ley de Incentivos Regionales producirá una mayor racionalización y transparencia en los instrumentos de fomento empresarial»

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Si se consigue articular un marco legislativo flexible para las mismas y se crean los mecanismos adecuados para canalizar el ahorro privado hacia ellas, creo que podría esperarse un cierto interés de tales sociedades por el mercado español.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Pueden desempeñar un papel importante, que de hecho ya están comenzando a desempeñar. Todas las comunidades autónomas están interesadas en el fomento de la actividad empresarial en su territorio. Se crean institutos de fomento, pero también otras sociedades que tienen como objetivo, por un lado, canalizar las ayudas pú-

blicas y, por otro, participar en las empresas; es decir, son verdaderas sociedades de capital riesgo.

Las comunidades autónomas, bien a través de estos instrumentos, de las SODIS o mediante una participación en otras sociedades de capital riesgo que se creen, están llamadas a desempeñar un papel relevante, ya que tienen un especial interés en fomentar la actividad empresarial en el ámbito de sus respectivos territorios. Este proceso se verá favorecido, por otra parte, por las nuevas iniciativas que el Estado va a desarrollar.

La Ley de Incentivos Regionales, de reciente

promulgación, ha creado un consejo rector que va a funcionar con la participación de los órganos superiores de la Administración, siendo una de sus funciones la de analizar la compatibilidad de todas las ayudas públicas, lo cual tendrá importantes efectos en su racionalización y aumento de transparencia, con lo cual se verán reforzados los instrumentos de fomento empresarial. La Administración está interesada en perfeccionar los instrumentos de fomento empresarial y, además, en lograr una cooperación efectiva a todos los niveles. Estamos inmersos en un proceso interesante, que puede llevar a un esquema de ayudas más racional y a una mayor compatibilización de las mismas.

## «HAY QUE RECHAZAR CUALQUIER INSTRUMENTACION DE MERAS SOCIEDADES INTERPUESTAS APROVECHANDO LAS VENTAJAS DE LA REGULACION»

#### José MIRACLE GOMEZ

Asesor del Secretario de Estado de Economía en materia de Planes y Fondos de Pensiones

José Miracle, Asesor del Secretario de Estado de Economía en materia de Planes y Fondos de Pensiones, muestra su oposición tajante a la posibilidad de flexibilizar la estructura de participación y de inversiones de las sociedades de capital riesgo ante el peligro de que éstas se conviertan en meras sociedades interpuestas al amparo de la actual regulación. También se muestra escéptico respecto a la introducción de estímulos fiscales diferenciadores para el capital riesgo, lo que conllevaría una mayor complejidad en el ya farragoso esquema de los estímulos tributarios.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Estimo que la regulación de las sociedades y fondos de capital riesgo debe valorarse dentro del desarrollo normativo en materia fiscal que se produce en los meses inmediatos anteriores a la aparición del Real Decreto-Ley.

La posición de incorporar un significativo grado de transparencia a las operaciones de captación de recursos ajenos, vía Ley sobre Régimen Fiscal de Determi-

nados Activos Financieros, apunta claramente hacia un mayor control de ciertos rendimientos de capital mobiliario y, por qué no decirlo, un endurecimiento en los procesos de integración de tales rendimientos en la base imponible de los perceptores. Sirva como ejemplo la exclusión de los rendimientos negativos obtenidos por la transmisión de activos con rendimiento implícito dentro del régimen general.

La confirmación de tal proceso se materializó en la Ley de Modificación Parcial del Im-



puesto sobre la Renta de las Personas Físicas, publicada en los últimos días del año 1985. Se plasma en esa norma la compensación de las disminuciones patrimoniales exclusivamente con incrementos.

No es éste el momento de polemizar sobre los condicionantes técnicos y políticos que justifican esos tratamientos fiscales, pero una vez adoptadas esas soluciones legales, el margen de maniobra para la regulación del

capital riesgo se veía restringido significativamente. No debe olvidarse que una pretensión generalizada sobre este tema era la articulación de un tipo único para el tratamiento de las plusvalías. Lógicamente, la solución adoptada en el IRPF prejuzgaba significativamente la forma de gravamen de cualquier alteración de patrimonio.

No obstante, debe destacarse que las sociedades y fondos de capital riesgo acceden a una tributación en el Impuesto sobre Sociedades con tipos efectivos reducidísimos y, en muchas ocasiones, nulos.

«Las sociedades y fondos de capital riesgo acceden a una tributación en el impuesto de sociedades con tipos efectivos reducidísimos y, en muchas ocasiones, nulos»

La contrapartida de esa neutralización de la imposición societaria se formaliza en requisitos de estructura de participación (número mínimo de socios o partícipes, participación máxima por socio, etc.) y en requerimientos financieros (recursos propios, estructura de inversiones, etc.) perfectamente asumibles y que personalmente estimo que pueden ser suficientes para un desenvolvimiento favorable de las fórmulas de capital riesgo.

La paralela regulación del segundo mercado bursátil facilita, cuando menos, el acceso de esas sociedades y fondos a este mercado organizado, y permite al inversor persona física el disfrute de la deducción por suscripción en valores mobiliarios de renta variable en los términos reglamentarios que próximamente pueden ser definidos.

La especial cualificación técnica de estas instituciones, asegurando la diversificación de riesgos y, a buen seguro, la rentabilidad de las inversiones, unida a la eliminación prácticamente completa de la doble imposición societaria, son aspectos para contemplar con optimismo el desarrollo del capital riesgo.

Hay un segundo grupo de razones que abonan las expectativas favorables de estas entidades. El tratamiento de las rentas procedentes de valores mobiliarios es significativamente más favorable para los entes societarios que para las personas físicas. La incorporación en base imponible de todas las alteraciones de patrimonio, sean incrementos o disminuciones, la aplicación de las provisiones por depreciación de valores mobiliarios, la inclusión de rendimientos negativos de determinados activos financieros para cualquier entidad financiera, constituyen aspectos básicos para la canalización de ciertas inversiones a través de formas societarias. Por todo ello, mi impresión es claramente positiva sobre el desarrollo de las sociedades y fondos de capital riesgo.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

Permítame responderle no a título personal, sino indicando mi valoración sobre las insuficiencias denunciadas por los sectores interesados en el tema, que implican demandas sobre los aspectos a modificar. En primer lugar, la flexibilización en la estructura de participación y en la estructura de las inversiones a realizar por las entidades de capital riesgo.

Fiscalmente, el punto central de interés es la limitación sobre el grado de participación máximo de un socio, o indirectamente a través de su grupo. En este aspecto 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.

Es cierto que, para determinadas entidades de carácter público, se ha permitido un mayor grado de participación en las instituciones de capital riesgo, pero su justificación se incardina en un nuevo diseño de la política de estímulo financiero de determinados segmentos empresariales. Pretender la generalización de esa excepción resulta desaconsejable, y reitero mi posición contraria al respecto.

La segunda gran cuestión es la necesidad de estímulos adicionales al inversor en acciones o participaciones de sociedades o fondos de capital riesgo.

El incentivo fiscal de la deducción por suscripción de títulos de renta variable, sin perjuicio de su evolución general, como muestra la Ley de Presupuestos para 1987 (descenso del 17 al 10 por 100, pero con clara ventaja sobre la renta fija), es perfectamente accesible para cualquier persona física que invierta en esas entidades, ya sea por vía de cotización oficial en Bolsa o por el acceso al segundo mercado por parte de las citadas sociedades o fondos. El antes apuntado desarrollo reglamentario servirá para precisar aspectos siempre problemáticos referidos a la toma de participación en los fondos, en clara conexión con polémicas ya surgidas sobre los fondos de inversión mobiliaria (1).

Dentro de este segundo bloque destaca la ya anunciada pretensión de un tratamiento favorable en materia de los incrementos o disminuciones patrimoniales por la transmisión de los títulos representativos de inversiones en las entidades de capital riesgo.

El inversor, persona física o jurídica, reivindica una menor presión fiscal por la realización de sus títulos de esas instituciones. Resulta evidente que este aspecto trasciende la propia dimensión del capital riesgo, pero es preciso no olvidar que en el mismo Real Decreto que regulaba la constitución de esos fondos y sociedades se modificaron también los índices de actualización, aplicable sobre los valores de adquisición, a los efectos de calcular las alteraciones de patrimonio de las personas físicas.

Por ello, puede fácilmente deducirse una intención del legislador de mantener el tramiento 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.

«La posibilidad de introducir un régimen especial para las inversiones en capital riesgo implicaría una nueva complejidad dentro del ya farragoso esquema de los incentivos fiscales»

Estimo que 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.

Sin embargo, las decisiones en materia de política económica serán los factores determinantes a la hora de replantear el mecanismo fiscal aplicable.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Hay una doble vertiente en los efectos sobre el segundo mercado. En primer lugar, las propias sociedades y fondos de capital riesgo podrán acceder a ese mercado, ampliando así las ofertas de títulos, con las ventajas de especialización en el proceso de inversiones y de diversificación de riesgos, que harán atractivos esos valores para los potenciales inversores en el segundo mercado.

El segundo aspecto aparece inducido respecto a las empresas participadas por las entidades

de capital riesgo. Los requerimientos financieros de esas sociedades participadas, en la medida en que no puedan ser cubiertos por las instituciones de capital riesgo, dispondrán de un circuito accesible para completar sus necesidades financieras mediante su integración en el segundo mercado.

El asesoramiento financiero de las sociedades o fondos y la propia garantía indirecta de tratarse de empresas participadas por esos entes impulsarán el acceso de muchas empresas, en esas circunstancias, a este mercado organizado con claras posibilidades de afianzamiento.

Finalmente, la intervención de las sociedades y fondos de capital riesgo como compradores y vendedores en esos corros bursátiles, sin perjuicio del dilatado período de maduración que conllevan sus inversiones, redundará en una mayor transparencia de las transmisiones, que beneficiará el desarrollo estable de esas operaciones, reforzando las garantías y la liquidez de cualquier inversor en empresas cotizadas en el segundo mercado.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Es tradicional la asociación de nuevas tecnologías con la existencia de riesgos elevados en el desarrollo de la actividad empresarial. En ese sentido, las empresas innovadoras tecnológicamente dispondrán de unos nuevos cauces financieros recurriendo a las entidades de capital riesgo.

Pero es preciso recalcar que la asunción de un riesgo no es parcela exclusiva de las nuevas tecnologías y, por lo tanto, no se limita el ámbito de los estímulos de capital riesgo a empresas que utilicen procesos tecnológicos avanzados.

En una fase de la elaboración del texto normativo se pensó en delimitar ciertos sectores productivos con acceso a los beneficios del capital riesgo. Dentro de esos sectores se incluían los de tecnología punta. Sin embargo, una acepción más amplia del concepto de innovación o riesgo, implícito en actividades sin demasiadas complicaciones técnicas, hizo aconsejable abandonar esa línea de trabajo. Ello no es obstáculo, evidentemente, para que desarrollos tecnológicos novedosos encuentren un marco adecuado de financiación por medio de las instituciones creadas para impulsar las fórmulas de capital riesgo.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Confío en que sea así. La aparición de las nuevas oportunidades de financiación que constituyen las sociedades y fondos y la propia configuración del segundo mercado facilitan la captación de recursos propios para cualquier pequeña o mediana empresa capaz de ofertar un proyecto interesante.

Pero no es solamente el aspecto de suministro de recursos financieros el factor positivo que pueden aportar las instituciones especializadas en el capital riesgo. Es preciso tener en cuenta que la propia especialización de estas entidades suministrará una cobertura de asesoramiento que facilitará el desarrollo de cualquier empresa participada. De esta forma, la pequeña y mediana empresa recibirá una confirmación previa de la viabilidad de sus proyectos, como se pondrá de manifiesto en el momento en que pase a ser participada por una sociedad o fondo de capital riesgo.

El seguimiento de la actividad y la información económica y financiera serán flujos recíprocos entre esas entidades y sus participadas, reforzando significativamente los apoyos a la gestión, que en múltiples ocasiones son carencias que limitan el desarrollo de las empresas de dimensión reducida.

Tangencialmente, es innegable la mayor transparencia contable que se incorporará para esas empresas participadas, en beneficio de todos y acercándonos más a los requerimientos comunitarios en materia mercantil.

«Es innegable la mayor transparencia contable que se incorporará a las empresas participadas, en beneficio de todos»

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Un tratamiento fiscal favorable, como es el aplicable a las sociedades de capital riesgo, debe redundar en la incorporación a nuestro mercado de entidades extranjeras de esa naturaleza. Sin embargo, mi impresión personal es que el aspecto fiscal es cuestión importante,

pero no básica. Dependerá fundamentalmente de las expectativas de rentabilidad de las potenciales participadas. Y esto es extensivo, naturalmente, a las instituciones españolas.

Donde reside la clave en materia fiscal es *extramuros* del propio régimen de capital riesgo. Ha quedado apuntado que este tratamiento no incidía directamente en las posibles plusvalías o minusvalías que se generen para los accionistas o partícipes de una sociedad o fondo de capital riesgo.

De esta forma, el inversor no residente accionista o partícipe de una sociedad o fondo, nacional o extranjero, verá gravada su renta obtenida, al enajenar sus acciones o participaciones, de forma significativamente dispar. Si se trata de un residente en país con convenio para evitar la doble imposición suscrito con España, normalmente el incremento o disminución patrimonial tributará en su país de residencia, sin carga fiscal en España. La cuestión se complica en el supuesto de residente en país no convenido con España. Es preciso diferenciar entonces la naturaleza del inversor.

Cuando es una persona física, el incremento se grava en España de acuerdo a la tarifa del IRPF. Cuando es una sociedad, tributa al tipo general del impuesto sobre sociedades; esto es, al 35 por 100.

Para tales inversores la carga fiscal total dependerá significativamente del tratamiento dado en su país de residencia a los impuestos pagados en España. A este respecto permítame apuntar que la ya mítica reforma Reagan ha endurecido la atenuación de la tributación soportada en el exterior por sus residentes.

Ante tal diversidad de situaciones resulta aventurado generalizar consecuencias y vuelve a primar el aspecto de expectativas de rentabilidad antes de impuestos como catalizador del proceso de inversión extranjera. La presumible pequeña o mediana dimensión de las participadas aleja del horizonte de decisión a otros aspectos como los de control de mercados, precios de transferencia u otros factores que puedan ser tenidos en cuenta para determinadas inversiones.

#### **NOTA**

(1) En el proyecto de Ley de Presupuestos para 1988 desaparece la desgravación fiscal en los títulos de renta variable (Vid. artículo de Dionisio Usano en este mismo número).

## «LA CRISIS HA EXIGIDO UNA REORIENTACION DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE PROMOCION DEL INI»

José Claudio ARANZADI MARTINEZ
Presidente del Instituto Nacional de Industria (INI)

El fuerte impacto de la crisis económica en zonas industrializadas y en sectores como la siderurgia o la construcción naval ha exigido una reorientación de la política de promoción industrial y de los instrumentos financieros del Instituto Nacional de Industria, según señala su presidente, Claudio Aranzadi, quien afirma que el esfuerzo se pone en la promoción de empleo en aquellas zonas geográficas que sufren la mayor concentración de excedentes laborales.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

En el año 1986 se ha establecido por primera vez en nuestro país una normativa específica reguladora de la actividad de las sociedades y fondos de capital riesgo, así como del funcionamiento del segundo mercado. Es un paso más en la creación de un marco institucional favorecedor de la creciente sofisticación y especialización de nuestros mercados financieros y, por consiguiente, de la dinamización de nuestra economía.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

El resultado final dependerá, lógicamente, de la respuesta de los agentes económicos ante las posibilidades ofrecidas por el nuevo marco legal, que, en mi opinión, configura un entorno con suficientes incentivos para facilitar un desarrollo significativo de todo ese conjunto de actividades englobadas por el término venture ca-



pital. Es claro, por otro lado, que el propio funcionamiento de las sociedades de capital riesgo al amparo de la nueva normativa irá sugiriendo en el futuro las líneas de perfeccionamiento de su marco de actuación.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Lógicamente, la mayor flexibilidad y atractivo que la nueva normativa ofrece para la actividad de las sociedades de capital riesgo es un factor dinamizador de la canalización del ahorro hacia aquellas empresas cuyas ac-

ciones van a ser objeto de transacción en el segundo mercado, contribuyendo así decisivamente a su potenciación. De igual manera, el desarrollo del segundo mercado, como vía para asegurar un grado suficiente de liquidez a las inversiones de las sociedades de capital riesgo, es seguramente una condición sine qua non para la expansión futura de la actividad de dichas sociedades.

«El propio funcionamiento de las sociedades de capital riesgo irá sugiriendo en el futuro las líneas de perfeccionamiento de su marco de actuación»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología y para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Las sociedades de capital riesgo son, sin duda, un instrumento especialmente adecuado para favorecer la creación y la expansión de la pequeña y mediana empresa innovadora. De todas formas, su actuación en ningún caso podrá sustituir lo que constituye el factor esencial del desarrollo de pequeñas y medianas empresas competitivas: la propia iniciativa empresarial. 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.

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Las SODIS tienen en su operativa significativas diferencias con las sociedades de capital riesgo, al carecer del componente especulativo, esencial en la actividad de esas sociedades. De hecho, una parte muy significativa de las participaciones de las SODIS en el capital de las empresas participadas está sometida a cláusulas de recompra a un precio cierto. El objetivo tradicional de las SODIS ha consistido en promocionar la inversión y el empleo en las regiones con renta media más baja y un entorno económico menos desarrollado y, por consiguiente, menos propicio al desarrollo de nuevas iniciativas industriales; es decir, las SODIS han sido un instrumento financiero de política regional con la finalidad de contribuir a equilibrar económicamente las diferentes regiones españolas.

El fuerte impacto de la crisis económica en zonas más industrializadas y en empresas del INI pertenecientes a sectores industriales maduros, como la siderurgia o la construcción naval, ha exigido una reorientación de la política de promoción industrial del INI y, lógicamente, de sus instrumentos financieros de promoción: las SODIS y ENISA. En este contexto, se ha otorgado la máxima prioridad a la promoción de nuevas actividades productivas generadoras de empleo en aquellas zonas geográficas donde existe una mayor concentración de excedentes laborales de empresas del INI que han debido proceder a un proceso de ajuste.

Esto implica, lógicamente, una reasignación de recursos financieros por parte de ENISA y de las SODIS hacia aquellas zonas consideradas como prioritarias, instrumentando además una política cuyo objetivo primordial es la creación de empleo.

Este nuevo esquema de prioridades ha supuesto igualmente una redefinición de la actividad de ENISA, tradicionalmente orientada hacia la promoción de negocios en sectores de alta tecnología, convirtiéndose en una sociedad de promoción industrial sin especialización sectorial ni restricciones a su ámbito de actuación geográfico, y con el objetivo asignado de promocionar proyectos de inversión para facilitar la recolocación de los excedentes del grupo INI.

«Las SODIS han sido un instrumento financiero de política regional para contribuir a equilibrar económicamente las diferentes regiones españolas»

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Las comunidades autónomas están jugando ya un papel significativo en el desarrollo de la política de promoción industrial en su ámbito geográfico, utilizando algunas de ellas sus propios instrumentos financieros de promoción, lo que, sin duda, va a exigir un esfuerzo de racionalización que evite duplicidades y permita una asignación más eficiente de los recursos financieros destinados a la promoción industrial por parte de las diferentes entidades públicas.

## «EXISTE UNA GRAN POTENCIALIDAD PARA EL CRECIMIENTO DE PEQUENAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN SECTORES TRADICIONALES»

#### Angel PANERO FLOREZ

Presidente de la Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa (CEPYME)

Las pequeñas y medianas empresas tienen un gran potencial de crecimiento en sectores tradicionales, asegura Angel Panero Flórez, presidente de CEPYME, por lo que su ámbito de actuación no se agota en aquellas actividades que tienen un alto contenido innovador o tecnológico. De cualquier forma, el capital riesgo parece más apropiado para las empresas de tipo mediano que para las más pequeñas, que sí podrían encontrar una solución a sus problemas mediante la fórmula del «crédito-riesgo».

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

La aparición del Real Decreto-ley parece responder a una voluntad de promover el capital riesgo por el Gobierno español, pero el documento sobre el tratamiento de las ganancias de capital durante 1986 y sobre el régimen legal y fiscal de las sociedades y fondos de capital riesgo presenta importantes deficiencias porque:

• Las correcciones monetarias de variaciones patrimoniales que se proponen constituyen un simple e insuficiente ajuste técnico de las

transmisiones realizadas desde el 1 de enero hasta el 31 de diciembre de 1986, y no un tratamiento más favorable de las ganancias de capital a largo plazo frente a las especulativas de corto plazo.

• El régimen legal que se establece para las sociedades de capital riesgo excluye de su posible objeto la gestión de un fondo de capital ries-



go, lo cual constituye una limitación a una de sus más genuinas actividades.

• El régimen legal para estas sociedades y fondos deja también fuera de su campo de actividad la posibilidad de préstamos participativos, impidiendo así una toma de contacto previa que, a menudo, constituye la vía idónea para una posterior participación efectiva.

• Las condiciones en cuanto a capital suscrito mínimo y desembolsado, número de socios y participación de los mismos en la composición de capital, si

bien son aceptables en la figura de los fondos de capital riesgo, resultan exagerados en el caso de las sociedades, y se mantendrán como un obstáculo a la creación de este tipo de entidades.

• También la exigencia para sociedades y fondos de capital riesgo de una toma de participación en sociedades mayor al 10 por 100 y me-

nor del 30 por 100 de su capital constituye una limitación que, además de injustificada desde el punto de vista técnico, incrementará el obstáculo para la creación de estas entidades que ya suponen los otros puntos de la norma.

- El régimen fiscal establece la deducción de dividendos del 100 por 100 cuando provengan de acciones no cotizadas en cualquier mercado bursátil, lo cual no fomenta el segundo mercado y apenas supone ventaja, ya que el régimen general permite la deducción del 50 por 100 y del 100 por 100 en el caso de sociedades participadas. Por otra parte, se mejora la escala de coeficientes del impuesto de sociedades, según el año de enajenación, para la deducción en la cuota del impuesto. Estos incentivos, sin embargo, no compensan la necesidad de transparencia plena para estas entidades si queremos que no se produzcan distorsiones en el tratamiento final de las inversiones a través de ellas.
- Los beneficios fiscales que se atribuyen a los títulos en el segundo mercado se equiparan a los que reciben los valores con cotización en Bolsa, lo cual excluye la deducción a los supuestos de compra de títulos ya emitidos, invalidando, en parte, el objeto de este segundo mercado en cuanto a facilitar la desinversión de las sociedades y fondos de capital riesgo.

#### «El régimen legal y fiscal de las sociedades y fondos de capital riesgo presenta importantes deficiencias»

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

En cuanto al tratamiento fiscal del inversor/ persona física por la inversión realizada:

- Mantenimiento de la deducción vigente en 1987 cuando la persona física acuda directamente a la suscripción de las acciones en Bolsa, tanto se trate del primer como del segundo mercado. Con respecto a este último, y al objeto de dotarle de la imprescindible liquidez, sería necesario aplicar la deducción también a los supuestos de compra de títulos ya emitidos y no sólo a la suscripción de los mismos.
- Consideración como gasto fiscal (sin que suponga una disminución del coste a efectos de futuras plusvalías), hasta una cuantía anual de cinco millones de pesetas, de las inversiones realizadas mediante suscripción de acciones o

participaciones en los fondos o sociedades de capital de riesgo.

Este esquema está en línea con el denominado *Business Expansion Scheme* del Reino Unido, si bien mucho más modesto en su cuantía (la mitad), y por su mecánica podría ser objeto de un más estricto control por la Administración pública.

A los efectos anteriormente indicados, no debería exigirse que el patrimonio del sujeto pasivo/persona física haya aumentado a final del ejercicio en un importe equivalente al de la inversión efectuada. Sí se podría exigir el mantenimiento de la inversión durante un período razonable de tres a cinco años, si bien debería entenderse respetado dicho requisito, aunque se enajene el título, si se procede a reinvertir el producto de dicha enajenación en títulos de la misma naturaleza.

En cuanto a los dividendos repartidos durante el período de tenencia:

 Los dividendos percibidos a través del fondo o sociedad de capital riesgo (transparentes a efectos fiscales, según se indica más adelante) no deberían quedar sometidos a doble tributación alguna. Idealmente, la persona física que percibe el dividendo debería poder deducir de su impuesto sobre la renta el impuesto sobre sociedades realmente satisfecho por la entidad pagadora del dividendo. Este mecanismo, en la práctica, no es operativo por la dificultad de conocer el impuesto sobre sociedades realmente satisfecho, por lo que se debe continuar utilizando el sistema actual de conceder a la persona física una deducción única y uniforme para evitar la doble imposición mencionada. Sin embargo, el porcentaje de deducción debe elevarse a aproximadamente un 20 por 100 para que esté más en consonancia con el nivel promedio de tributación soportado por las entidades pagadoras de dicho dividendo.

En el tratamiento de las plusvalías:

- Deberá establecerse, con carácter de generalidad, la exención de las ganancias de capital a largo plazo, por ejemplo para plazos superiores a tres años, dado su carácter no especulativo y la dificultad, en la práctica, de su determinación.
- De cualquier forma, debería mejorarse su tratamiento fiscal, ya que el sistema actual, que considera las plusvalías como rentas irregulares, no es adecuado por su indudable complejidad y por no conseguir, en numerosas ocasiones, romper la progresividad del impuesto. Por

esta razón, y al menos con respecto al tipo de inversiones que aquí se tratan, se deberían tratar las plusvalías a más de un año manteniendo el sistema vigente de coeficientes de corrección monetaria y aplicando un tipo único del 15 por 100.

En el tratamiento del fondo o sociedad de capital riesgo:

• Debe establecerse un sistema de transparencia plena, de forma y manera que la existencia de este tipo de fondos o sociedades, absolutamente imprescindible en el esquema del capital riesgo, no distorsione en lo más mínimo el tratamiento de las inversiones que se canalicen a través de ellos.

En el tratamiento de las sociedades de nueva creación o en expansión:

• Debe de concederse un crédito fiscal del 25 por 100 a las inversiones que se realicen en activos fijos y que tengan lugar durante los primeros cinco años de vida de la empresa. Este crédito fiscal debería poder alcanzar hasta el total de la cuota a ingresar en el ejercicio en el que sea de aplicación. Asimismo, el crédito podría disfrutar de un período de aplicación de cinco años, a contar desde el primero en el que se generen beneficios.

«La inversión en proyectos con alto contenido innovador o tecnológico es la única que puede generar unas expectativas de plusvalía que hagan atractiva la inversión en capital riesgo»

- Al menos con respecto a las empresas de nueva creación, debería establecerse que el período de cinco años de posible compensación de pérdidas comience a computarse desde el primer año en que se obtengan beneficios.
- Todo lo dicho anteriormente está en gran medida condicionado a la potenciación y a una regulación fiscal adecuada de los fondos de pensiones, y ello como consecuencia del papel esencial que los mismos han de jugar en el desarrollo del capital riesgo. En este sentido, es obligado recordar que este tipo de fondos son inversores muy idóneos de capital riesgo por sus necesidades de liquidez a largo plazo y por disponer de un flujo importante de tesorería. Su protagonismo en este campo ha quedado bien patente en países como Estados Unidos y el Reino Unido. Así pues, debería añadirse, en el artícu-

lo 16 de la Ley de Fondos de Pensiones la posibilidad de inversión en acciones cotizadas en el segundo mercado, así como en acciones y participaciones de las sociedades y fondos de capital riesgo.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

El segundo mercado bursátil permite acceder a la cotización de sus títulos-valores a las pequeñas y medianas empresas, cumpliendo unas condiciones formales y económicas muy reducidas y simplificadas si se las compra con la del mercado bursátil habitual.

La función principal de este segundo mercado es la de posibilitar, de un lado, la suscripción de acciones de las empresas cotizadas directamente por los inversores interesados, que disponen de una información mayor sobre las mismas, y, de otro, la compraventa de estos mismos títulos por distintos inversores.

La liquidez de este mercado, que se asegura por las sociedades de contrapartida que actúan en el mismo, permite la realización de las plusvalías, objetivo preferente de las sociedades y fondos de capital riesgo.

No obstante, quiero subrayar que el segundo mercado no tiene eficacia en la pequeña y mediana empresa española.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Muy eficaz, puesto que la inversión en proyectos con alto contenido innovador o tecnológico es la única que puede generar unas expectativas de plusvalía que hagan atractiva la inversión en capital riesgo.

Por otra parte, estas inversiones, que canalizan una fuerte proporción en activos inmateriales, requieren nuevos mecanismos de financiación, puesto que no ofrecen el tipo de garantías reales requerido por los procedimientos de financiación habituales.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

El capital riesgo es un mecanismo de financiación que puede permitir el crecimiento de muchas empresas pequeñas y medianas de adecuado grado de capitalización, aunque el ámbito de actuación de éstas es mayor y no se agota en aquellas actividades que tienen un alto contenido innovador o tecnológico.

Por el contrario, existe una gran potencialidad para el crecimiento de pequeñas y medianas empresas en sectores tradicionales que se podría materializar en un marco legal adecuado siempre que las expectativas de rentabilidad superasen las del coste financiero de los recursos ajenos. Su eficacia es claramente posible únicamente en las medianas empresas. Sí sería solución para la pequeña empresa el «créditoriesgo».

«Parece que la fuerte inversión extranjera que ha venido produciéndose a lo largo del año se ha canalizado especialmente hacia empresas tradicionales»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

En cualquier actuación empresarial debe primar el criterio de eficacia, ya que, a medio plazo, generará un efecto multiplicador sobre el número de puestos de trabajo y éstos tendrán carácter estable.

Así pues, será el plan de viabilidad de los nuevos proyectos el criterio básico para seleccionarlos, sin que *a priori* se relacionen discrecionalmente por sectores.

La simplificación burocrática, la información sencilla y accesible y el espíritu de servicio al «futuro empresario» serán indispensables también para que estas instituciones cumplan su función equilibradora del desarrollo económico entre las distintas zonas españolas.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Entiendo que, en tanto no se produzcan las condiciones legales y fiscales solicitadas, será

difícil promover inversiones extranjeras en España con alto contenido de riesgo.

Aunque la legislación en este sentido es reciente, y es pronto para evaluar resultados, parece que la fuerte inversión extranjera que ha venido produciéndose a lo largo del año se ha canalizado especialmente hacia empresas tradicionales cuyo valor de mercado era bajo por hallarse en momentos de dificultad. También la construcción, que es otro sector tradicional, ha absorbido casi la tercera parte de la inversión extranjera.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

El capital riesgo, como su propio nombre indica, exige un claro compromiso en su gestión, dado que el inversor privado pone en juego sus fondos en proyectos de alta especialización.

Las comunidades autónomas pueden aportar capitales, aunque la falta de riesgo que entraña la aportación de fondos públicos —puesto que, en caso de pérdidas, éstas se socializan— ha de compensarse con un elevado grado de profesionalización y gestión en la dirección de la sociedad, que debe regirse por criterios estrictamente empresariales.

«Las comunidades autónomas pueden aportar capitales, aunque la falta de riesgo que entraña la aportación de fondos públicos ha de compensarse con un elevado grado de profesionalización y gestión»

El resto de estímulos que pueden facilitar tributos locales, suelo industrial, asesoramiento e información, etc., puede resultar de utilidad siempre que el rigor prime en sus actuaciones y se enmarquen en el cuadro general de carácter legal y fiscal que hemos propuesto.

## «ESTAMOS EN UN ENTORNO ECONOMICO CON ELEVADAS DOSIS DE INSEGURIDAD»

#### Xabier ALKORTA ANDONEGI

Director general de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián

El hecho de estar inmersos en un entorno económico inseguro, según Xabier Alkorta Andonegi, director general de la Caja de Ahorros Municipal de San Sebastián, conlleva la necesidad de acercar el incentivo al inversor, hacerlo tangible. Esto supone, de cara a la promoción del capital riesgo, la conveniencia de adoptar medidas que favorezcan las expectativas empresariales respecto a la tasa de rentabilidad-riesgo en actividades de futuro y de alta tecnología.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Es una regulación claramente insuficiente, al existir un primer problema: la relativamente escasa expectativa de obtención de beneficios para las empresas, que no es compensada, antes al contrario, con un tratamiento fiscal favorable.

Si se trata realmente de apoyar la institucionalización de las sociedades de capital riesgo,

debe apoyarse su consolidación hasta crear en el inversor confianza en estas sociedades. Este apoyo debe realizarse fundamentalmente en el momento de invertir en los fondos: las personas físicas no invierten por una perspectiva de desgravación a cinco años; es decir, pensando en la plusvalía. Invierten conscientes de la desgravación del año en curso, cuando esa inversión tiene un alto riesgo. Si hay seguridad de plusvalía a plazo, invierten independientemente de la desgravación que ésta tenga.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?



No debe olvidarse que estamos en un entorno económico con elevadas dosis de inseguridad. Debe, por tanto, y en primer lugar, «acercarse» al inversor su incentivo, hacerlo tangible. Sin perjuicio de lo anterior, y volviendo al marco económico en que nos movemos, no debe olvidarse que resulta imprescindible, cara a un adecuado desarrollo de estas nuevas instituciones, un real protagonismo de las medidas

que favorezcan las expectativas empresariales respecto a la tasa de rentabilidad-riesgo de las inversiones en el entorno de las actividades de futuro (especialmente en consumo, distribución y servicios) y las de alta tecnología.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

En relación con este punto, quizá el planteamiento debiera ser el contrario: ¿en cuánto puede apoyar el segundo mercado a las sociedades de capital riesgo? A la luz de la experiencia internacional, en especial a la de países como el Reino Unido y Francia, no es desdeñable este instrumento, pero a este respecto debemos, una vez más, remitirnos a la estrechez de la Bolsa española y a la inexistencia de experiencia alguna respecto a este segundo mercado, ahora en fase de implantación. Este nuevo mercado representaría un buen camino para la venta de participaciones de capital riesgo y realización de plusvalías en el caso de proyectos exitosos.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Aunque instrumentalmente el desarrollo de las sociedades de capital riesgo pueda ser de interés para el progreso de las iniciativas empresariales de contenido tecnológico, no cabe sobrevalorar la incidencia real previsible derivada de aquél, ya que el núcleo de la problemática se sitúa en las débiles expectativas de negocio que existen hoy para la tecnología en España.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

La incidencia de las sociedades de capital riesgo puede ser mucho más positiva en cuanto a las pequeñas y medianas empresas que en cuanto a la tecnología, porque obviamente las expectativas son mejores.

La presencia de las sociedades de capital riesgo en el mercado de las pequeñas y medianas empresas puede cubrir la financiación de las mismas, tanto en el momento de la propia confección del proyecto como en el de puesta en marcha, en la fase de creación de la imagen de marca y en la financiación de establecimiento.

«La incidencia de las sociedades de capital riesgo puede ser mucho más positiva en cuanto a las pequeñas y medianas empresas que en cuanto a la tecnología»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

En relación a este punto, no cabe ignorar la difícil conciliación de los criterios de gestión empresarial y los objetivos políticos. Entre los inconvenientes de la intervención del sector público, cabe citar:

• El riesgo de interferencia de condicionantes políticos en las inversiones.

«La mayor proximidad de la Administración autonómica puede hacer más operativa su labor para favorecer el desarrollo de las sociedades de capital riesgo»

- La ambigüedad del sector público en la definición del beneficio.
- El posible conflicto entre objetivos económicos y sociales.
- La tendencia probada de que la intervención de la Administración conduce a un incremento de las presiones sociales y laborales.

Por todo ello, nos inclinamos a opinar negativamente respecto a la conciliación de estos distintos objetivos, debiendo cubrir el sector público su función en el establecimiento de un marco legal y fiscal que favorezca la instalación y el desarrollo de estas nuevas instituciones.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Las sociedades de capital riesgo extranjeras pueden realmente estar interesadas en la participación en sus homólogas españolas, pero no cabe olvidar que, previsiblemente, actuarán de una forma más puntual y selectiva que la practicada en el primer mercado.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Cabe indicar, a este respecto, lo que se ha recogido anteriormente en lo referido a la Administración en general.

Es cierto, sin embargo, que la mayor proximidad de la Administración autonómica puede convertir en más operativa su labor en lo referente a favorecer el desarrollo de estas sociedades.

Existe en nuestro caso una experiencia, a nivel del País Vasco, que si bien adolece, por razones de marco general, del necesario apoyo fiscal inicial, puede convertirse en un primer paso al que pueden seguirle más en el futuro.

Esta iniciativa ha contado con el apoyo de instituciones financieras (cajas de ahorros y bancos) y de importantes empresas con sede social en nuestra Comunidad.

## «EL CAPITAL RIESGO SE HA POTENCIADO MAS EN AQUELLOS PAISES DONDE HAY UN TRATAMIENTO FISCAL FAVORABLE»

Juan TORRES PICAMAL

Director general de la Caja de Barcelona

Es necesario modificar la regulación del capital riesgo vigente en orden a conceder mayores beneficios tributarios a este tipo de inversiones, opina Juan Torres Picamal, director general de la Caja de Barcelona,

sobre todo teniendo en cuenta la experiencia de otros países, en los que este instrumento se ha desarrollado más cuando ha recibido un tratamiento fiscal más favorable.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

La regulación que de las sociedades y fondos de capital riesgo hace el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, es excesivamente reglamentista y muy poco incentivadora desde el punto de vista fiscal.

Sin lugar a dudas, el protagonismo que hasta este momento ha tenido el sector público en la promoción de sociedades de capital riesgo (SCR), a través de las sociedades de desarrollo industrial regional (SODIS) y las sociedades de promoción industrial de

las comunidades autónomas (SPRICAS), y la escasa presencia del sector privado, así como la poca amplitud y flexibilidad del mercado de capital riesgo en nuestro país, han motivado un exceso de prudencia en el legislador, cuestión a la que tampoco es ajena el excesivo carácter reglamentista de éste.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

Las modificaciones más señaladas deberían ir



en la línea de flexibilizar más el marco operador de estas sociedades y de establecer mayores incentivos para el despegue de las mismas. Entre las modificaciones que podrían sugerirse, y que han sido ya reivindicadas por la recientemente constituida Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo (ASCRI), se pueden citar como más significativas:

• Rebajar el capital mínimo de constitución de las sociedades de capital riesgo, actualmente establecido en 200 millones, el cual

parece muy alto, y rebajar el límite mínimo de cinco socios para su constitución.

• También aparecen como demasiado rígidos tanto el tope máximo de participación de cada socio en el capital del fondo o la sociedad de capital riesgo, establecido en el 20 por 100 del total, como el límite de que las participaciones de las sociedades de capital riesgo en las empresas no puedan ser inferiores al 10 por 100 ni superiores al 30 por 100 del capital de la empresa.

- El hecho de que no se contemple la posibilidad de que las sociedades de capital riesgo puedan gestionar fondos de capital riesgo es una fuerte limitación de las posibilidades de actuación de estas sociedades.
- Desde el punto de vista fiscal, debería incentivarse la canalización de ahorro privado hacia estas sociedades mediante una mayor desgravación en el IRPF de las participaciones adquiridas en sociedades y fondos de capital riesgo y mediante un tratamiento más generoso de las plusvalías.

Los países en que se ha potenciado más la actividad del capital riesgo son aquellos donde hay un tratamiento fiscal favorable, ya sea de las plusvalías (caso de Estados Unidos) o simultáneamente de las plusvalías y de la inversión inicial (caso de *Business Expansion Scheme* en el Reino Unido).

## «La regulación es excesivamente reglamentista y muy poco incentivadora desde el punto de vista fiscal»

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Evidentemente, la relación entre sociedades y fondos de capital riesgo, por un lado, y segundo mercado bursátil, por otro, es muy estrecha, ya que es en este último donde debería promocionarse un mercado amplio de participaciones de capital riesgo, a fin de incentivar al inversor en este tipo de colocaciones.

Si no se consolida la actividad de las sociedades de capital riesgo es previsible que se creen menos empresas innovadoras susceptibles de cotizar en el segundo mercado.

Pero además la regulación del segundo mercado es probablemente demasiado exigente en cuanto a la información económica que se requiere a la empresa emisora si aquélla se compara con la que se exige en el primer mercado.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Efectivamente, al estar pensadas las sociedades de capital riesgo para promover pequeñas y medianas empresas en sectores innovadores y de futuro, es indudable que la actividad de alta tecnología entra de lleno en dicha finalidad. Hasta ahora, en España, la experiencia en este aspecto, tanto en las SODIS como en las SPRICAS, es negativa, ya que la gran mayoría de las empresas que reciben financiación no pertenecen a sectores de futuro sino a sectores manufactureros de productos de consumo e industriales. Ello prueba la necesidad del nuevo modelo de fórmulas de capital riesgo con predominio del sector privado que se trata de promocionar. Unicamente cabe citar a la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), perteneciente al INI, que hasta el 31 de diciembre de 1985 ha participado en ocho proyectos, todos ellos en sectores de futuro, e Iniciativas S. A., del Ayuntamiento de Barcelona.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Creo que podemos remitirnos muy bien a la experiencia de otros países —en algunos casos ya lejana, como en los países anglosajones—para comprobar que las sociedades de capital riesgo son un buen instrumento para relanzar a las pequeñas y medianas empresas, especialmente en un período de crisis económica, y que ha revalorizado el papel de las pequeñas unidades empresariales en la reindustrialización.

La actividad de las sociedades de capital riesgo se ha potenciado en prácticamente todos los países industrializados, si bien es cierto que en muchos casos se enmarcan dentro de esquemas más amplios de soporte a la creación de nuevas empresas, con ayudas o garantías públicas, incentivos locales o regionales, incentivos fiscales para la canalización del ahorro al capital riesgo del tipo de los ya señalados y funcionamiento fluido de segundos mercados bursátiles.

«Las SODIS deberían orientar más sus participaciones hacia sectores de vanguardia y no hacia sectores de producción tradicional»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Como ya se ha dicho, una de las características de las SODIS ha sido el escaso interés mostrado por el sector privado. Por otro lado, la fórmula de desinversión utilizada no es la idónea, ya que se hace mediante pacto de recompra con

la empresa al cabo de cinco o siete años, con un plazo máximo de diez años. De este modo, si la empresa va bien, el accionista mayoritario recompra la participación cuanto antes, mientras que si va mal agota el plazo acordado. La SODI tal vez debería reservarse el derecho a desinvertir cuando desee.

Por otra parte, las SODIS deberían orientar más sus participaciones hacia sectores de vanguardia y no hacia sectores de producción tradicional, como en la actualidad.

Otra consideración adicional es la elevada cuantía de los préstamos a largo plazo, en relación a las participaciones, concedidos por las SODIS a las empresas participadas, lo que hace más cuestionable su consideración como sociedades de capital riesgo.

En suma, la reconducción de los rasgos apuntados flexibilizaría la actuación de las SODIS para atraer recursos del sector privado. En caso contrario, el papel de las SODIS debería quedar como un reducto de la política de reindustrialización del sector público en aquellas zonas de especial promoción.

«No creo que, a corto plazo, las sociedades de capital riesgo extranjeras busquen invertir en empresas españolas»

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

No creo que, a corto plazo, las sociedades de capital riesgo extranjeras busquen invertir en empresas españolas. En primer lugar, porque al tratarse de inversiones en pequeñas y medianas empresas, éstas tienen una fuerte implantación en áreas locales. Además se trata de inversiones temporales, lo que parece alejar más al inversor extranjero.

Por otra parte, el escaso desarrollo del mercado español hasta este momento y las dificultades legales para su expansión que se han apuntado no alentarán esa posibilidad. No obstante, a más largo plazo, y con un marco de liberalización de capitales en la Comunidad Económica Europea, es posible una mayor internacionalización de los capitales de riesgo. (El papel de los fondos de pensiones puede ser muy activo en este sentido.)

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Hasta ahora, en España se han desarrollado las sociedades de promoción industrial de las comunidades autónomas (SPRICAS), las cuales han aparecido allí donde no había ninguna SODI o el planteamiento era distinto a ésta. Estas sociedades se caracterizan porque tienen aún menos presencia del sector privado que las SODIS, por su escasa presencia en los sectores de futuro —de forma similar a las SODIS — y por el mayor énfasis en proyectos intensivos en mano de obra, lo que parece poner de relieve que su principal móvil es el de coadyuvar a la disminución de la tasa de desempleo.

Respecto a las posibilidades de estas sociedades en el futuro, hay que remitirse de nuevo a las características de las sociedades de capital riesgo en el extranjero, que confieren el protagonismo al sector privado. De todos modos, en el ámbito de la política industrial de la propia Comunidad Autónoma, caben planteamientos de capital riesgo orientados a la promoción industrial, si bien deberían ser temporales.

La Generalidad de Cataluña, a través del Centre d'Informació i Desenvolupament Empresarial (CIDEM), ha creado la sociedad catalana de capital riesgo, cuyo objetivo es promover aquellas empresas que contribuyan al desarrollo industrial, con especial dedicación a cuestiones de alta tecnología. El capital está constituido por el propio CIDEM y por la mayoría de las cajas de ahorros catalanas.

## «EL ACTUAL ESQUEMA JURIDICO-FISCAL PARECE PROPICIO PARA DESARROLLAR EL CAPITAL RIESGO DE INICIATIVA PRIVADA»

Ignacio BAÑARES SANZ Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona

El sentido paternalista y protector de la legislación sobre capital riesgo, al fijar límites de participación, y los insuficientes estímulos fiscales permiten pensar que el actual esquema jurídico-fiscal esté enfocado a desarrollar el capital riesgo de iniciativa pública, opina Ignacio Bañares

Sanz, agente de Cambio y Bolsa de Barcelona y síndico-presidente de la misma hasta el pasado mes de enero. Aunque parece que el legislador ha comenzado a comprender ahora la naturaleza de este tipo de inversiones, la normativa difícilmente estimulará a la iniciativa privada.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Hasta 1986, el concepto de capital riesgo no estaba explicitado en el sentido dinámico y creativo que tenía en otros países, de los que Estados Unidos puede ser el paradigma. De una forma implícita, se había incorporado en la Ley de Bases para la Reordenación del Crédito y de la Banca de 1960, al establecer la desgravación, regresiva en el tiempo, de las plusvalías obtenidas en la liquidación de

participaciones de la banca industrial. La Ley 61/1978, de 27 de diciembre, de Reforma del Impuesto sobre Sociedades, también recoge esta fórmula de tratamiento de las plusvalías en la liquidación de participaciones de los bancos industriales en el artículo 26.7, que, en el punto 8, hace extensiva a las «... sociedades que tengan por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participación temporal en su capital». En todo caso, se exigía que la plusvalía fuera reinvertida en el mismo ejercicio en la suscripción de acciones.



El concepto capital riesgo, en el sentido creativo y promotor de innovación, se incorpora explícitamente en nuestra legislación con el Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, que dedica su capítulo IV a las sociedades y fondos de capital riesgo, y con la Orden Ministerial de 26 del mismo mes, de creación de dichas instituciones.

El tratamiento fiscal de estas instituciones parece adecuado para la viabilidad y desarrollo de las socieda-

des y de los fondos, con una desgravación sobre plusvalías que contempla, de hecho, la necesidad de un período de maduración de la inversión, al otorgar el máximo de desgravación del 99 por 100 a las enajenaciones efectuadas entre los años cuarto y quinto de la toma de participación. El nuevo régimen fiscal prescinde de la exigencia de reinversión de las plusvalías obtenidas dentro del año. Lógicamente, a ningún gestor de una sociedad de capital riesgo le interesa mantenerse en liquidez si existen proyectos con expectativas razonables de futuro. Realmen-

te, parece que en 1986 el legislador ha comenzado a comprender la naturaleza del venture capital.

Lo que no parece resuelto es la capitalización inicial de las propias sociedades y fondos de capital riesgo, si se exceptúa el caso en que los accionistas y participantes sean entidades del sector público u oficial. Los beneficios de la inversión en sociedades y fondos de capital riesgo quedan sometidos al régimen fiscal correspondiente al impuesto de sociedades o al de renta de las personas físicas, según sean unos u otros los accionistas privados, y, en el caso de las personas físicas, el impuesto marginal por la obtención de una plusvalía en la venta de acciones puede ser casi confiscatorio del beneficio obtenido. La experiencia estadounidense demuestra cómo la elevación del tipo impositivo del 15 por 100 al 49 por 100 sobre plusvalías redujo a la nada la formación de capital riesgo, v cómo experimentó una fuerte expansión a partir de la reducción del impuesto del 49 al 20 por 100.

Entiendo que la actual regulación se excede, en un sentido paternalista-protector, al cuantificar los límites de inversión o de riesgo en cada participación. En todo caso, la regulación debería limitarse a definir de alguna forma las características de la sociedad para poderse acoger a los beneficios fiscales que la ley otorga. Fuera de estos límites, deben ser los profesionales de la inversión y de la gestión quienes decidan lo más conveniente para la sociedad y, evidentemente, para su propio futuro. No creo que sea positivo que el legislador entre en criterios de gestión, imponiendo corsés legales a beneficio de una supuesta protección del accionista.

## «No creo que sea positivo que el legislador entre en criterios de gestión, imponiendo corsés legales»

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. Evidentemente, pueden atraerse capitales del sector privado, seguramente de aquellas personas más alejadas de la actividad financiera, desde las iniciativas del sector público.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

Las modificaciones a proponer se hallan en

parte implícitas en el juicio manifestado sobre la regulación, en la cuestión primera.

- ¿Por qué limitar la aportación de un socio al 20 por 100 si otros están dispuestos a tener una aportación minoritaria? En todo caso, los pactos entre los fundadores, como expresión de una capacidad de decidir y de equilibrio entre intereses diversos, deberían decidir la composición accionarial.
- Las limitaciones del artículo 14 del Real Decreto-ley 1/1986 pueden ser convenientes para los gestores del sector público, fácilmente sujetos a presiones de tipo político prevalentes sobre la racionalidad de la gestión económico-financiera, o incluso para el caso de fondos de capital riesgo, en los que en un momento dado pueden no ser coincidentes los intereses de la gestora con los del fondo, y por ello puede derivarse un perjuicio para los partícipes. En cambio, no parece que haya que establecer ninguna protección para los accionistas de una sociedad anónima privada más allá de lo que decidan los propios estatutos o los accionistas en junta general.

Habría que establecer un tipo fijo de impuesto sobre las plusvalías obtenidas en las enajenaciones de las acciones de las sociedades y participaciones en fondos de capital riesgo, en atención a la naturaleza de esta inversión y con el objetivo de potenciar la formación de capital riesgo, si de verdad se cree que éste es importante para la «promoción y fomento» de la inversión productiva.

Según se pretendiera estimular o no la formación de capital riesgo, habría que establecer el tipo impositivo.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

El segundo mercado no tiene un fin en sí mismo, sino que su objetivo es coincidente con el de las sociedades de capital riesgo: la financiación de proyectos empresariales de dimensión adecuada, y que no son precisamente los grandes proyectos ni, posiblemente, los muy pequeños.

Existe, históricamente, una simbiosis perfecta entre sociedades de capital riesgo y segundo mercado, aunque, siendo ambos instrumentos de importación, frecuentemente se olvida, o se desconoce la relación entre ambos y se tratan como entes independientes, cuando en realidad su interdependencia es total. Las sociedades de capital riesgo alimentan la oferta de títulos al segundo mercado; el segundo mercado facilita la liquidez y la rotación de la inversión a las sociedades de capital riesgo, de forma que puedan seguir en su función de promoción empresarial.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Una experiencia de un tercio de siglo, y los efectos producidos en la industrialización de dos regiones concretas de desarrollo tecnológico de vanguardia, como son el Silicon Valley y la Ruta 128 de Boston, donde se acuñó el concepto y triunfó la actividad del *venture capital*, avalan la eficacia del instrumento. La misma eficacia parece apuntarse en su desarrollo reciente en el Reino Unido. En todo caso, está claro que se precisa de un entorno jurídico-fiscal favorable para que el sector privado desarrolle esta actividad.

Así parece entenderlo la Comisión de la Comunidad Económica Europea en su intento de adaptar el instrumento a la realidad europea. Según palabras de Denys Watson, responsable del área de renovación industrial en la Comunida Económica Europea, pronunciadas en noviembre de 1984 en un seminario sobre el tema organizado por la Bolsa de Barcelona, la actividad del capital riesgo (expresión española de la fórmula continental europea del venture capital) debe desarrollarla el sector privado, mientras que la función del sector público debe consistir en la creación de un entorno favorable con medidas fiscales y de potenciación del mercado financiero.

«La función del sector público debe consistir en la creación de un entorno favorable con medidas fiscales y de potenciación del mercado financiero»

En el caso de España, donde hoy por hoy se manifiesta más activa la idea del capital riesgo que el propio instrumento, todavía muy incipiente, no parece muy probable que vaya a triunfar entre la iniciativa privada en tanto persista un entorno fiscal cuya preocupación exclusiva es la recaudación inmediata.

«No parece muy probable que el capital riesgo vaya a triunfar entre la iniciativa privada mientras persista un entorno fiscal cuya preocupación exclusiva sea la recaudación inmediata»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Creo que estamos corriendo el riesgo de convertir a las pequeñas y medianas empresas (PY-MES) en un tópico, quizá en una abstracción, a base de simplificarlas. Las PYMES, o la PYME, no es una pelota, es una empresa fruto de una idea, de una voluntad y de un esfuerzo de quienes se han dedicado a convertir la idea en empresa.

La empresa, de cualquier tamaño y con carácter muy general, ha sufrido grandes dificultades a lo largo de la crisis y pienso que, en muchos casos, necesita de un proceso de reconstitución de recursos propios, es decir, de capital riesgo. La participación de las sociedades de capital riesgo dependerá del planteamiento del proyecto de futuro que haga la empresa. En todo caso, no creo que el «relanzamiento» de antiguas empresas encaje con los objetivos del capital riesgo, que están en la línea de participar en la conversión de un proyecto en empresa.

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Parece difícil que las SODIS puedan escapar a su sino de creación oficial, en el sentido de dependencia de una determinada corriente política. Es poco probable que las SODIS puedan ser nunca sustitutivas de las sociedades de *venture capital* en el sentido más estricto, dadas las diferencias de objetivos entre unas y otras, e incluso de las características técnicas en las formas de operar.

Las SODIS pueden desarrollar una labor importante en lo que son sus propios fines, participando en proyectos de interés público o alta rentabilidad social, pero que, por baja o nula rentabilidad económica, no resultan atractivos para la iniciativa privada. En muchos casos, incluso en coparticipación con las sociedades de capital riesgo o en las fases iniciales de proyectos con expectativas bajas de rentabilidad económica y hasta tanto el proyecto no se considere económicamente viable. Evidentemente, el sec-

tor público puede conseguir compensaciones a sus inversiones por la vía de la imposición fiscal, mientras que el capital privado contempla sus expectativas de *returns* solamente vía beneficios, lo cual puede permitir a los instrumentos públicos asumir riesgos superiores y aun pérdidas específicas, que se podrán compensar por su mayor ingreso fiscal.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

No creo que, hoy por hoy, las sociedades de capital riesgo tengan, con carácter general, interés en otro mercado que en el propio, dadas las características de los proyectos en que participan, correspondientes a empresas de mediana y pequeña dimensión, al que prestan gran atención y del que efectúan un minucioso seguimiento. Esto no quiere decir que no puedan venir al abrigo de un proyecto concebido en su lugar de origen.

Otra cosa distinta es pensar si puede haber capital extranjero interesado en participar en sociedades de capital riesgo españolas. Esto parece muy probable, siempre y cuando existan equipos de gestión capaces de inspirar confianza a los partícipes extranjeros.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Pueden desarrollar una actividad de promoción, aunque no escapan al riesgo del compromiso político. Posiblemente podrían tener una acción promotora eficaz si instrumentaran sociedades de capital mixto, con participación pública minoritaria y gestionadas con rigor de empresa privada, es decir, que prevalecieran criterios de rentabilidad económica sobre cualquier otro criterio.

En el caso de actuaciones con criterios de rentabilidad social, aunque no hay por qué excluirlos totalmente, hay que tener en cuenta que los efectos beneficiosos sobre el ingreso fiscal repercutirían en un porcentaje muy alto en el capítulo de ingresos de la Administración central y no en los propios presupuestos.

Ahora bien, el papel más importante en el desarrollo del capital riesgo corresponde al Estado, ya que las comunidades autónomas carecen de competencias para crear el marco fiscal adecuado.

## «LAS SOCIEDADES Y EL SEGUNDO MERCADO BURSATIL EJERCEN UNA INFLUENCIA MUTUA»

Jaime RUIZ CABRERO
Agente de Cambio y Bolsa de Barcelona

Una virtud de la reglamentación de la actividad de capital riesgo es contemplar al segundo mercado bursátil como la vía lógica para que las sociedades de capital riesgo lleven a cabo el proceso de desinversión de las empresas participadas,

piensa Jaime Ruiz Cabrero, agente de Cambio y Bolsa de Barcelona. Pero las previsibles dificultades para la implantación de este instrumento financiero en España hacen aconsejable una mayor generosidad en el tratamiento fiscal de estas inversiones.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Es un adelanto importante, porque viene a llenar una laguna legal, y aunque solamente fuera por este hecho, ya podría ser considerada como un avance. Hay que resaltar, sin embargo, que la normativa tiene defectos importantes y que es jurídicamente mejorable. A pesar de la brevedad del Decretoley, éste fija excesivas limitaciones para la actividad del capital riesgo en España.



las nuevas tecnologías. Solamente por eso merecería que se ofrecieran las mayores ayudas posibles. Sin embargo, en la regulación se adivinan ciertas reticencias en este sentido que deberían ser suprimidas.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Las sociedades de capital riesgo y el segundo mercado bursátil deben ejercer una influencia mutua. Una virtud de la reglamen-

tación actual es que contempla al segundo mercado como una vía lógica para el proceso de desinversión propio de las sociedades de capital riesgo. Seguramente se ha tenido en cuenta que a través de la Bolsa se logra una más amplia distribución de las acciones.

El capital riesgo necesita al segundo mercado, pero también el segundo mercado necesita al capital riesgo para ampliar su volumen de negocio, para atraer nuevas sociedades al mercado bursátil y para ampliar las posibilidades de in-

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

Esencialmente sería necesario introducir una mayor flexibilidad, puesto que las limitaciones existentes son negativas para la consolidación de un instrumento financiero como es el capital riesgo. También la Administración debería ofrecer una mayor generosidad en el tema fiscal, puesto que el capital riesgo puede ser muy positivo para el desarrollo económico español, especialmente en lo que se refiere al apoyo de

versión a largo plazo, como son los títulos que pongan a disposición de los ahorradores las sociedades de capital riesgo.

#### «La normativa fija excesivas limitaciones a la actividad del capital riesgo en España»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Me parece que es un instrumento idóneo, puesto que las nuevas tecnologías necesitan dos cosas: mucha fe e inversiones a largo plazo. Es necesario profesionalizar el fomento de la tecnología y el desarrollo de la innovación, y las sociedades de capital riesgo son profesionales de esta materia.

Desgraciadamente, faltan todavía los instrumentos legales adecuados para que estas actuaciones sean apoyadas suficientemente.

También considero que el fomento y desarrollo tecnológico, por su propia complejidad, no debe ser responsabilidad exclusiva de las sociedades de capital riesgo, y que no hay que olvidar que éstas no son los únicos instrumentos existentes.

«La Administración debería ofrecer una mayor generosidad en el tema fiscal, puesto que el capital riesgo puede ser muy positivo para el desarrollo económico español»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Entiendo que sí en cuanto que últimamente el desarrollo tecnológico ha estado protagonizado por pequeñas y medianas empresas de reciente creación; entendiendo aquí el desarrollo tecnológico no solamente por los nuevos inventos, sino incluso por la adopción de nuevos enfoques a procesos ya existentes.

En este sentido, en cuanto a las pequeñas y medianas empresas que tienen un enfoque de futuro, deben ser ayudadas y promovidas por las sociedades de capital riesgo. Las pequeñas y medianas empresas nuevas son las que más empleo y más desarrollo tecnológico han generado.

No obstante, es necesario tener presente la mentalidad española en este proceso: el capital riesgo ha sido importado a Europa desde Estados Unidos. Y costó trabajo implantar en el viejo continente este instrumento financiero. Luego pasó de Europa a España, y aquí costará más trabajo todavía su implantación. Por esta razón considero que los poderes públicos deberían ayudar con más generosidad a la promoción del capital riesgo.

### «El desarrollo tecnológico ha estado protagonizado últimamente por las pequeñas y medianas empresas»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Las SODIS responden a una idea interesante y han cosechado varios éxitos, pero les falta una mentalidad más abierta. Posiblemente por el hecho de estar vinculadas a la iniciativa pública les falta flexibilidad.

De cualquier forma, son una prueba más de que la introducción de las sociedades de capital riesgo privadas no ha sido fácil en España, por lo que no es difícil comprender que el sector público haya protagonizado hasta ahora las tres cuartas partes del volumen del capital riesgo registrado en nuestro país, una prueba más de las dificultades para introducir el capital riesgo entre los empresarios privados.

Las SODIS, a pesar de lo anterior, deberían esforzarse por conseguir una mejor orientación y permitir que la iniciativa privada vaya encontrando su lugar en el desarrollo regional de nuevos proyectos de capital riesgo.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Creo que sí están interesadas en el mercado español, pero el capital riesgo es un bien escaso en casi todos los países. A las pocas sociedades de capital riesgo de Europa 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 este pro-

ceso tenderá a acentuarse, porque las sociedades de capital riesgo están creciendo y terminarán buscando otros países para desarrollar su actividad. En este sentido, España puede ser uno de los primeros objetivos por la favorable situación que atraviesa.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Pueden desempeñar un papel importante, porque el capital riesgo trata de invertir en innovaciones de pequeñas y medianas empresas al principio y posteriormente pasa a proyectos más grandes. Para llegar a este punto es necesario conocer el mercado, y las comunidades autónomas conocen bien sus territorios respectivos, por lo que pueden ser de una gran ayuda para los potenciales inversores. En la medida en que la Administración regional se acerque a los empresarios, estaremos en un camino positivo, e incluso no hay que olvidar que los ayuntamientos pueden acercarse mejor a la problemática de este tipo de inversiones que el propio Estado central.

## «LA NORMATIVA TIENE UNOS DEFECTOS FORMALES IMPORTANTES QUE PUEDEN SER FACILMENTE SUBSANADOS»

Victoriano LOPEZ-PINTO RUIZ Presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) Director general de SEFINNOVA, S. A.

La regulación del capital riesgo en España ha producido alegría y satisfacción a los profesionales del sector, asegura Victoriano López-Pinto, presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), pero la normativa sufre importantes defectos formales y fiscales que deben ser subsanados en base a eliminar algunas rigideces, que pueden suponer un corsé para el desarrollo de este instrumento financiero, y mediante un tratamiento singular de las plusvalías.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Entiendo que la actitud del Ejecutivo, preparando y elaborando una norma que regule el capital riesgo en España, es muy de agradecer, máxime cuando esta preocupación ha sido la primera desde el punto de vista cronológico. Sin embargo, la calificación en sí de la regulación es que ésta contiene muchos puntos «perfectibles», opinión que coincide con la de un subdi-

rector de la Administración pública.

Los reparos que hay que poner a la norma es su excesivo casuismo, que atenaza la expansión de esta figura financiera. Como presidente de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), he ofrecido nuestra colaboración para intentar mejorar el cuadro donde se desarrolla esta actividad, que representa una posibilidad para generar riqueza y bienestar.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

La normativa tiene unos defectos formales im-



portantes y que pueden ser fácilmente subsanados. Se pueden clasificar en dos grandes campos: los estrictamente formales y los fiscales.

ASCRI ha propuesto a la Administración introducir algunas modificaciones en la norma, no para una más cómoda actuación de las empresas asociadas, sino para enriquecer la actividad del capital riesgo en España, factor que consideramos básico en el desarrollo de una

política de creación de empresas, único camino para salir del letargo económico.

Para comenzar, el artículo 12 del Real Decreto 1/86 define a las sociedades de capital riesgo como aquellas cuyo objeto exclusivo sea la promoción o el fomento de sociedades no financieras mediante participaciones temporales en su capital. Esta definición es muy exclusivista, puesto que las sociedades de capital riesgo no sólo toman participaciones financieras en el capital social, sino que también desarrollan actividades afines con esta participación, que al fin y al cabo no son más que actividades teleológicas dirigidas hacia la finalidad de la misma. Este es

el caso de la suscripción de obligaciones convertibles, préstamos participativos o préstamos finalistas. La normativa, pues, se tendría que mejorar introduciendo estas posibilidades de actuación. Es decir, permitir la suscripción de obligaciones convertibles y la conversión de préstamos participativos o préstamos finalistas que estén dirigidos a la transformación de estos empréstitos en participaciones accionarias.

Ya en el artículo 13 habría que modificar la limitación del número de socios a cinco y que cada unos de ellos no tenga más del 20 por 100 del capital de la sociedad de capital riesgo. Entiendo que esta limitación trata de impedir que estas sociedades se conviertan en lugar ideal para la evasión fiscal de algunos grupos financieros, pero el legislador puede tomar otras medidas coercitivas para evitar que esto se produzca. La limitación en sí no molesta a las actuales sociedades, pero el hecho de constreñir el número de socios y el porcentaje de participación da una excusa suficientemente importante a agentes que tienen una responsabilidad social en la creación de empresas para no utilizar el capital riesgo como herramienta financiera. Se trata, además, de pedir la misma consideración para el sector privado que para el sector público.

Pasando al artículo 14, encontramos que el activo de las sociedades de capital riesgo debe estar materializado en un mínimo del 75 por 100 en acciones o participaciones que no reúnan los requisitos mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio. Aquí la norma tiene un defecto formal—un error—, ya que ese artículo señala las condiciones mínimas de las empresas que pueden cotizar en Bolsa, que son condiciones que las empresas participadas por las sociedades de capital riesgo superan ampliamente. Entiendo que la Ley quiso decir «cotizables» y no «cotizadas». Este error es importante y se tiene que subsanar.

Por otra parte, en ese mismo artículo se señala que las participaciones de las sociedades de capital riesgo tienen que estar horquilladas a la fuerza entre el 10 por 100 y el 30 por 100, y esto nos parece un casuismo innecesario. El mínimo impide una figura cada vez más frecuente en todo el mundo occidental, como es la sindicación de acciones. Es cierto que las sociedades de capital riesgo se mueven casi siempre en límites de participación entre el 10 y el 30 por 100. Tener menos del del 10 por 100 impide a las sociedades utilizar las palancas que nos concede la Ley de Régimen Jurídico de Sociedades Anónimas de 1951 en lo referente a número de administradores y consejeros, por eso estamos cómodos en ese 10 por 100 y no nos gusta estar por debajo. Tampoco nos gusta estar por encima del 30 por 100, porque con una participación más alta somos demasiado «cogestores» de la empresa, y nosotros siempre nos definimos como «capital de acompañamiento» o «capital comparsa». Pero todo ello no quiere decir que estemos cómodos horquillados por un precepto legal. Otra cosa hubiera sido si la Ley previese unos límites más amplios (participación inferior al 45 por 100) y, por vía administrativa o de reglamento, se nos diese la posibilidad de movernos más libremente; pero al elevar estas limitaciones a categoría de Decreto-ley se dificulta cualquier modificación.

Decía que el 75 por 100 del activo de las sociedades de capital riesgo debe estar materializado en ese tipo de acciones o participaciones: pensamos que ese porcentaje es excesivo, y ASCRI ha solicitado que se reduzca al 50 por 100, y que éste esté formado no solamente por participaciones o acciones, sino que sea en acciones y en obligaciones o préstamos, que antes he definido como figuras afines al capital riesgo.

Otra parte es perfectible: el tema de las gestoras de fondos y sociedades de capital riesgo. La Ley prevé que sean sociedades gestoras y depositarias de fondos cualesquiera entidades que cumplan los requisitos establecidos en el capítulo tercero de la Ley 46/84, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, y nosotros pedimos que además de este tipo de sociedades —que tienen una misión paralela, pero no exactamente igual a las de capital riesgo— las empresas que estén inscritas en el Registro de Capital Riesgo puedan ser sociedades gestoras. Estas son las peticiones que yo definiría como estrictamente formales.

Luego están las mejoras de tipo fiscal, que vienen derivadas del hecho de que las sociedades de capital riesgo tienen, como objeto fundamental, la toma de participaciones minoritarias y temporales, y la posibilidad de enajenarlas y conseguir una plusvalía. Por eso pedimos una singularidad en el trato de las plusvalías. Alrededor de ese trato se ha desarrollado la propuesta de ASCRI sobre el régimen fiscal que consideramos adecuado para las sociedades de capital riesgo. En resumen, es el siguiente:

Para las personas físicas, que se considere como un gasto fiscal (sin que suponga una disminución del coste a efectos de futuras plusvalías) hasta una cuantía de cinco millones de pesetas por la inversión realizada mediante suscripción de acciones o participaciones en los fondos o sociedades de capital riesgo. Al mismo

tiempo, se mantendría la deducción vigente en 1987 para aquellos supuestos en los que la persona física acuda directamente a la suscripción en Bolsa. Respecto a los dividendos percibidos, éstos no deberían quedar sometidos a doble tributación alguna y se solicita una deducción del 20 por 100. Para las plusvalías se pide el mantenimiento del sistema vigente de coeficientes de corrección monetaria y la aplicación de un tipo único del 15 por 100.

Para las sociedades de nueva creación o en expansión, ASCRI solicita un crédito fiscal del 25 por 100 a las inversiones que se realicen en activos fijos y que tengan lugar durante los cinco primeros años de la vida de la empresa. Este crédito fiscal debería poder alcanzar hasta el total de la cuota a ingresar en el ejercicio en el que sea de aplicación. Asimismo, el crédito podría disfrutar de un período de aplicación de cinco años, a contar desde el primero en el que se generan beneficios. Al menos con respecto a las empresas de nueva creación, debería establecerse que el período de cinco años de posible compensación de pérdidas comience a computarse desde el primer año en el que se obtengan beneficios.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

La actividad de las sociedades de capital riesgo atraviesa tres fases básicas en el desarrollo de su objeto social: buscar, realizar y desinvertir una inversión. ¿Cuál es el mercado natural para realizar esta desinversión? Lo normal sería que existiera una Bolsa para pequeñas y medianas empresas en la que nosotros pudiéramos realizar la desinversión. En España el segundo mercado es un proyecto en ciernes, no ha cuajado todavía suficientemente, aun cuando nosotros estemos muy interesados en él, puesto que no solamente ofrece una posibilidad de liquidez a nuestros títulos, sino que da un índice de valoración y de cotización a los títulos de las pequeñas y medianas empresas, en las que nosotros actuamos. Las sociedades de capital riesgo, pues, tienen que ser los clientes naturales del segundo mercado. A él llevaremos empresas

«El segundo mercado es un proyecto en ciernes, que no ha cuajado todavía, aunque nosotros estamos muy interesados en él» para que efectivamente se realicen las plusvalías y se cierre el ciclo de nuestra inversión.

En todos los países donde existe este tipo de sociedades, el capital riesgo y el segundo mercado son ideas que van totalmente concatenadas. Así, en la Bolsa de Londres ya se ha establecido un mercado exclusivo para las empresas de capital riesgo, que se ha definido como un tercer mercado.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

No sólo lo considero eficaz, sino estrictamente necesario. Creo que es un hallazgo adecuado para vincular la innovación desde los centros de investigación y desarrollo hacia actividades mercantiles.

«El capital riesgo es un hallazgo adecuado para vincular la innovación desde los centros de investigación y desarrollo hacia las actividades mercantiles»

Las sociedades de capital riesgo actúan en la innovación con mayor o menor riesgo, conforme aquélla se encuentre más o menos desarrollada. Cuando la inversión se realice muy al principio, la denominamos «capital de siembra», porque es el esbozo de un proyecto que con el tiempo obtendrá su desarrollo, y la sociedad de capital riesgo, como toda empresa mercantil, tiene que controlar su propio riesgo —dicho sea de paso, el riesgo es una magnitud económica perfectamente controlable—, por lo que se evita acumular un excesivo número de inversiones en ese tramo. Así, las sociedades de capital riesgo tienden a invertir también en tramos en los que el proceso innovador esté más desarrollado («capital de demarraje», de «expansión» o «consolidación»).

Los profesionales del capital riesgo, sin embargo, tenemos hoy un poco desacralizada —en el buen sentido de la palabra— a la innovación, en el sentido de que comprendemos que no es bueno todo lo que innova per se, sino que es bueno lo que innova y es rentable en el tiempo y en el espacio. Para mí, ésa sería una buena definición de innovación. Entendida así, el capital riesgo es el gran motor que pone en marcha la innovación en todo el mundo, ya sea en productos, procesos, servicios o gestión.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Las sociedades de capital riesgo, aparte de desarrollar un modelo de participación minoritaria y temporal, se rigen por el principio operativo de no acumular riesgos en grandes unidades, sino que los diversifican entre muchas. Incluso se ha convertido ya en una norma para muchas sociedades el no concentrar más del 10 por 100 de su riesgo total —entendiendo riesgo como una participación financiera— en una sola empresa. Por ello, el campo de acción de estas sociedades son las pequeñas y medianas empresas -entendidas según los módulos que se siguen en Europa, no las de tamaño mínimo-.. En toda aquella pequeña y mediana empresa que se cree, se desarrolle o se expansione, que tenga innovación en su producto, en su proceso o en su gestión, ahí existe una complementariedad enormemente eficaz entre capital riesgo y empresa, de tal forma que el capital riesgo es una herramienta financiera más para la pequeña y mediana empresa, al igual que otras modalidades de crédito.

«El capital riesgo es una herramienta financiera más para la pequeña y mediana empresa, al igual que el crédito o el recurso por la vía de capital»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

La pregunta tiene un elevado contenido de definición de «voluntad política» que a mí no me corresponde señalar. Técnicamente sí afirmo que las SODIS usan para el desarrollo de sus objetivos el modelo de participación minoritaria y temporal, al igual que las empresas de capital riesgo. La titularidad pública o privada de su accionariado no debería desvirtuar el comportamiento técnico y profesionalizado de su actividad. Donde podrían existir diversos matices diferenciadores sería en lo que Drucker llamaría finalidades o emisiones, y las empresas de capital riesgo pondrían el acento de su finalidad en la obtención de plusvalías, y las SODIS, sin desdeñar el beneficio, pondrían el acento en la territorialidad de sus inversiones.

Existen, por tanto, grandes analogías entre SODIS y empresas de capital riesgo. Histórica-

mente se han desarrollado más por la falta de respuesta del sector privado, salvo en contadas ocasiones.

En este momento se discute si la titularidad de las acciones SODIS debe de ser propiedad de la Administración central o autonómica. Este dilema también debe de resolverse desde la óptica política, limitándonos los técnicos a sugerir la existencia de un amplio margen entre una gestión profesionalizada y unos órganos de decisión empresarial que puedan estar inmersos en sucesivos concursos electorales. El desempeño de la condición de accionista desarrollado por un organismo muy tecnificado parece, en puridad de doctrina, la mejor solución.

Un enfoque distinto de este tema puede tenerse a la luz de la confrontación ideológica: sector público *versus* sector privado. A este respecto entiendo que el marco amplio está en la Constitución, y concretamente en el artículo 128, cuando se reconoce la iniciativa pública en la actividad económica y la nueva organización territorial del Estado, desarrollada en el título VIII y en los estatutos de autonomía. Desde el punto de vista funcional, existe una tendencia muy marcada en favor de la privatización del sector público industrial, moda que remitirá a buen seguro.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Diría que ya están interesadas, aunque creo que esperan dos cosas: primero, que se creen sociedades de capital riesgo españolas —que conozcan bien el país— que puedan ser sus socios en nuestro país, y segundo, que el marco jurídico fomente la creación de estas sociedades con menos trabas legales a su constitución y con mayores incentivos fiscales a su desarrollo. Estos dos factores propiciarían enormemente la presencia de sociedades de capital riesgo en España.

Estamos en un momento interesante: España ha sido el escaparate de las sociedades de capital riesgo, puesto que los días 6 al 8 del pasado mes de mayo nuestro país ha sido la sede del congreso anual de la European Venture Capital Association (EVCA), y lo más selecto del capital riesgo europeo ha estado representado en España. Entiendo que ésta ha sido una buena ocasión para incentivar a estos inversores, que mueven unos volúmenes cualitativa y cuantitativamente importantes, y para promover una colaboración entre el capital riesgo europeo y español.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

El papel de las comunidades autónomas puede verse desde el punto de vista de su actuación indirecta, propiciando un clima favorable para la expansión de esta actividad, o bien desde el punto de vista directo en los casos de aquellas comunidades que cuenten con una sociedad regional o en las que opere una SODI.

En las actuales circunstancias, en las que resulta difícil relanzar la inversión industrial, es necesario buscar sinergias en la colaboración de empresas con acitividades afines. Puede existir, y existe ya, una complementariedad eficaz entre empresas de capital riesgo y empresas regionales. La sindicación en la financiación accionaria es perfectamente conseguible entre sector público y sector privado, porque los instrumentos de análisis y selección de nuestras inversiones son homogéneos. Desde las comunidades autónomas se nos pueden sugerir actuaciones a las empresas que no tenemos una adscripción territorial, y los organismos competentes de las comunidades autónomas, por estar más cerca del proyecto, conocen mejor las posibilidades de desarrollo de nuevas actividades.

## «PARA LAS SOCIEDADES Y FONDOS DE CAPITAL RIESGO ES MUY IMPORTANTE QUE SE DESARROLLE EL SEGUNDO MERCADO»

#### León BENELBAS

Consejero y director general de la Sociedad Gestora de Fomento Empresarial, S. A. (\*)

Para las sociedades y fondos de capital riesgo es muy importante que se desarrolle el segundo mercado, opina León Benelbas, consejero y director general de la Sociedad Gestora de Fomento Empresarial, S. A., que afirma su creencia de que sin un segundo mercado potente las operaciones de

desinversión van a menguar las plusvalías pòtenciales que se hayan acumulado en las empresas participadas, atribuyendo a la inexistencia de mercados secundarios eficientes el escaso desarrollo de las entidades de capital riesgo en Europa occidental.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Hay que considerarla como un primer paso. De hecho, algunas sociedades de capital riesgo venían actuando al amparo del Reglamento del Impuesto de Sociedades, que contempla ventajas fiscales para las sociedades de promoción de empresas.

La regulación vigente ofrece incentivos fiscales tales como una deducción de la cuota del Impuesto de Sociedades, que alcanza hasta el 99 por 100 si la sociedad de capital riesgo desinvierte entre el cuarto y el

quinto año y hasta el 95 por 100 si lo hace entre el sexto y el octavo año.

A partir del décimo año no se aplica deducción alguna. Parece claro que el 80 o 90 por 100 de las desinversiones de una sociedad de capital riesgo se va a realizar en los períodos de tiempo considerados por la legislación. Existe una de-



ducción por dividendos del 100 por 100 cuando tales dividendos provengan de acciones del tipo de sociedades que contempla el Real Decreto-Ley 1/86.

Para poder alcanzar estas deducciones fiscales, el Real Decreto-Ley 1/86 exige unas condiciones que hacen muy difícil la operativa de las sociedades o fondos de capital riesgo. Por otro lado, para poder optar a las deducciones es necesaria la continua reinversión de fondos. De este modo, un fondo que tenga un carácter temporal, y esté prevista su

liquidación en un plazo determinado, en el año de la liquidación no obtendrá deducción fiscal alguna y, por lo tanto, ese año se aplicará una doble imposición sobre el fondo o la sociedad de capital riesgo que se liquida. Por lo tanto, no se ofrece incentivo fiscal alguno para aquellos fondos o sociedades de capital riesgo que tengan finalidad temporal. Este objetivo no es muy

inusual, debido a que, por ejemplo, los fondos de pensiones pueden invertir en capital riesgo parte de sus recursos durante un período determinado. Estos fondos con finalidad temporal no tienen ningún incentivo fiscal para invertir bajo la forma de capital riesgo.

Asimismo, con la actual legislación se prima el hecho de que un particular invierta en el primero o segundo mercado de la Bolsa, obteniendo una deducción de la cuota en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas desde el mismo momento en que invierta en estas acciones. Si decide invertir directamente en fondos o sociedades de capital riesgo que no coticen en Bolsa, los incentivos fiscales no aparecen hasta el momento en que la sociedad o fondo de capital riesgo decida desinvertir y se produzcan plusvalías. En consecuencia, una inversión en el primer mercado, con mucho menos riesgo, tiene más incentivos fiscales que la inversión en sociedades pequeñas y medianas, en expansión o nuevas. Si se considera que el capital riesgo es un instrumento que sirve a la expansión y creación de empresas, parece que deberían concentrarse en este instrumento buena parte de los incentivos fiscales que ofrece la actual legislación. Sin embargo, en un país como España, donde el tipo efectivo del Impuesto de Sociedades es tan bajo con relación al tipo impositivo legal de ese mismo impuesto, existen incentivos a la inversión y a la creación de empleo para las empresas existentes y asentadas.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

La legislación actual obliga a que un 75 por 100 de las sociedades o fondos de capital riesgo se materialice en acciones o participaciones. De hecho, hay que considerar que las sociedades y fondos de capital riesgo hacen ingeniería financiera, y, por lo tanto, existe un cúmulo de nuevos instrumentos financieros que se van desarrollando caso por caso, en función de las características técnicas y financieras del proyecto. Por lo tanto, a modo de ejemplo, además de las acciones existen obligaciones convertibles, préstamos con opción, préstamos con intereses ligados a la rentabilidad del proyecto, acciones preferenciales, etc., y demás instrumentos que se van innovando día a día por parte de las sociedades y fondos de capital riesgo

Por todo ello, fijar el mínimo del 75 por 100 en acciones supone limitar las posibilidades de participación en proyectos industriales y de servicios. Tal como se ha visto, existen muchos instrumentos que suponen toma de riesgo di-

recto y que no entrarían en el coeficiente mínimo fijado por el Real Decreto-ley 1/86. Debería interpretarse que el 75 por 100 fuese invertido en instrumentos financieros que supongan toma de riesgo directo.

«Reconociendo que la vocación del capital riesgo es ser un socio temporal y minoritario, cabría contemplar la excepcionalidad de ser mayoritario»

También se habla de que sean sociedades que no reúnan los requisitos mínimos previstos en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio. Una interpretación literal del articulado llevaría a desinvertir forzosamente en una sociedad que, gracias a su buena gestión y a la calidad del producto, alcance un capital social de 200 millones de pesetas. Por lo tanto, podría proponerse que la legislación contemplara que sociedades y fondos de capital riesgo inviertan en sociedades no financieras que no coticen en el primer mercado.

La legislación contempla, asimismo, que la participación no sea inferior al 10 por 100 ni superior al 30 por 100 del capital de las participadas. El 10 por 100 parece un límite demasiado alto para practicar operaciones sindicadas. En determinado tipo de operaciones es necesario superar el 30 por 100. Propondría que se abriera un abanico entre el 5 y el 49 por 100. En tal caso, resaltaría que probablemente un 70 por 100 de las actuaciones suponen participaciones que oscilan entre el 10 y el 30 por 100, pero sería descartar a un 30 por 100 de operaciones típicas de capital riesgo. En determinados momentos de la evolución de la compañía participada puede aparecer la necesidad de pasar al control mayoritario. Normalmente esta operación es temporal, mientras se procede a la búsqueda de un nuevo socio que quiera la mayoría. Reconociendo que la vocación del capital riesgo es ser un socio temporal y minoritario, cabría contemplar la excepcionalidad de ser mayoritario. La legislación podría considerar que, previa autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, se pudiese mantener una posición mayoritaria de forma provisional.

Por último, para obtener la deducción de la cuota a la que nos referíamos con anterioridad, es necesario volver a reinvertir dentro del mismo ejercicio. Ello plantea un problema de gestión importante, y puede hacer que las socieda-

des y fondos de capital riesgo no tengan tiempo suficiente para analizar propuestas de inversión una vez que hayan procedido a la enajenación de su participación en una empresa. La modificación que propondría iría en el sentido de ampliar a dos años el plazo que se concede para la reinversión.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Para las sociedades y fondos de capital riesgo es muy importante que se desarrolle el segundo mercado. De este modo habría una salida para las operaciones de desinversión. Sin un segundo mercado potente las operaciones de desinversión van a menguar las plusvalías potenciales que se hayan acumulado en las empresas participadas. La inexistencia en Europa continental de mercados secundarios potentes ha frenado el desarrollo de sociedades y fondos de capital riesgo. En mi opinión, la inexistencia operativa de un segundo mercado es el mayor freno a la atracción de capitales privados hacia fondos. Las sociedades y fondos de capital riesgo estamos muy interesados en sacar sociedades al segundo mercado; sin embargo, es muy difícil convencer a los empresarios si en el segundo mercado tan sólo existe una empresa cotizando. A mi entender, la exigencia de una sociedad de contrapartida encarece la salida al segundo mercado para la pequeña y mediana empresa. Con ello se han querido dar garantías a los inversores, pero se ha encarecido la cotización en el segundo mercado.

«La inexistencia en Europa continental de mercados secundarios potentes ha frenado el desarrollo de sociedades y fondos de capital riesgo»

El Unlisted Security Market del Reino Unido tiene más exigencias que el segundo mercado español, pero tiene el gran atractivo de que, estando muy alejado del primer mercado en cuanto a condiciones de exigencia, cotizan en él unas quinientas empresas. En cualquier caso, hay que recordar que en España no hay mucha tradición de empresas que coticen en los mercados bursátiles. Si quitamos a las eléctricas, los bancos y los monopolios del primer mercado español, se observa que quedan muy pocas empresas que coticen diariamente. Si esto es así para

el primer mercado, es fácil ser pesimista sobre las posibilidades de expansión del segundo mercado.

«Las sociedades y fondos de capital riesgo no tienen como objetivo promover y desarrollar tecnología. Si un desarrollo tecnológico... no va a ofrecer plusvalías potenciales a los inversores, las sociedades de capital riesgo no deberían participar»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Las sociedades y fondos de capital riesgo no tienen como objetivo promover y desarrollar la tecnología. Si un desarrollo tecnológico, por muy interesante que pueda ser para el país, no va a ofrecer unas plusvalías potenciales a los inversores, las sociedades de capital riesgo no deberían participar. Las sociedades y fondos de capital riesgo van buscando proyectos innovadores, pues es en ellos donde reside la oportunidad de obtener plusvalías potenciales elevadas. Al mismo tiempo, los proyectos innovadores son los que incorporan un mayor riesgo. En determinados casos, la innovación va acompañada de desarrollos tecnológicos, y en este sentido, si se ve un mercado importante, sí que el capital riesgo se presenta como un instrumento eficaz para promover nuevas tecnologías. Pero también hay posibles proyectos con un alto componente innovador y sin desarrollo tecnolóaico.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Normalmente, las sociedades y fondos de capital riesgo participan en empresas pequeñas y medianas. En empresas grandes el volumen de participación sería tal que exigiría una elevada concentración de la cartera del fondo de capital riesgo, lo que haría peligrar su estabilidad. El capital riesgo es el instrumento adecuado cuando criterios de sanidad financiera aconsejan una determinada proporción de recursos propios/recursos ajenos y el promotor o empresario no tiene los recursos propios suficientes. En este caso la sociedad de capital riesgo acompañaría durante un tiempo a la empresa participada. La

mayor parte de empleos en las economías occidentales se crean por empresas pequeñas que quieren dejar de ser pequeñas. Es conveniente que estas etapas de expansión, que suponen un salto cualitativo importante, sean financiadas con recursos propios, y las sociedades de capital riesgo son un buen instrumento para esta expansión.

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

En la actualidad, en algunas regiones, coexisten SODIS que dependen del INI y sociedades de distintas características que dependen de los respectivos poderes políticos regionales. Por un lado, las SODIS responden a criterios de la política industrial del INI. Por otro, el resto de sociedades, también públicas, siguen los criterios que en cada momento establezca el gobierno regional. No domino el tema de la política regional y, por lo tanto, me es difícil opinar. Visto desde fuera, parece que debería existir una coordinación entre ambos tipos de sociedades, y supongo que así se hará.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

En la reunión de la European Venture Capital Association celebrada en Madrid, varias sociedades de capital riesgo extranjeras se dirigieron a nosotros interesadas en participar en proyectos y empresas españolas. Preguntaban sobre legislación fiscal y estaban dispuestas a estudiar los proyectos de empresas españolas que se les presentasen.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Las comunidades autónomas han debido considerar que el capital riesgo es un instrumento

«No sería muy aconsejable que a través de la fórmula de capital riesgo cada comunidad autónoma fuese estableciendo su propio INI»

adecuado para sus finalidades políticas. De hecho, ha existido una carrera para la creación de este tipo de sociedades entre las distintas comunidades autónomas. El seguimiento de proyectos participados por sociedades y fondos de capital riesgo suele requerir una definición espacial bastante concentrada. Normalmente, la sociedad de capital riesgo actúa en un determinado marco geográfico, por lo que el comportamiento económico de los gobiernos regionales puede influir en el entorno económico. En mi opinión, no sería muy aconsejable que a través de la fórmula del capital riesgo cada comunidad autónoma fuese estableciendo su propio INI. Sería más importante para la potenciación del capital riesgo en cada región que sus órganos de gobierno interviniesen lo menos posible en la actividad económica. Los gobiernos regionales tienen un papel muy importante para mejorar la rentabilidad de las inversiones del capital riesgo si potencian una formación profesional adecuada a las necesidades de los puestos de trabajo que se demandan, si desarrollan institutos politécnicos que realicen conciertos de investigación conjunta con las empresas innovadoras de sus respectivas regiones, etcétera.

#### **NOTA**

(\*) Estando en prensa este número de Suplementos sobre el Sistema Financiero, ha sido nombrado Director General de Seguros en el Ministerio de Economía y Hacienda.

## «ESPAÑA NECESITA UNA REGULACION QUE DE CARTA DE NATURALEZA EFECTIVA AL CAPITAL RIESGO»

Santiago BERGARECHE BUSQUET
Director general de la Sociedad Bancaya de Promoción Empresarial

España necesita una regulación que dé carta de naturaleza efectiva a la actividad del capital riesgo, opina Santiago Bergareche Busquet, director general de la Sociedad Bancaya de Promoción Empresarial, perteneciente al grupo Banco de Vizcaya. Esta normativa debe fomentar

una mayor canalización de inversiones en nuevos proyectos, mediante una mayor flexibilidad y un mejor trato financiero, y al mismo tiempo debe permitir que las sociedades de capital riesgo extranjeras se decidan a introducirse en nuestro país.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

Es bastante pobre tanto para el tratamiento del capital riesgo en sí mismo como para los protagonistas de esta actividad. Habría que dividir esta regulación en dos partes: el aspecto normativo-legal y el tratamiento fiscal. En la normativa, lo que más llama la atención es la restricción que obliga a las sociedades de capital riesgo a tener que invertir el 75 por 100 de sus activos en títulos que no cotizan en Bolsa. Como

las empresas participadas por estas sociedades tienen procesos lentos de consolidación, esa limitación legal supone bloquear una parte sustancial de los activos, con el consiguiente reflejo en las cuentas de resultados. Por eso, en otros países se ha disminuido esa exigencia (en Francia, por ejemplo, al 40 por 100) para que las sociedades de capital riesgo tengan la posibilidad de invertir en otros proyectos rentables, e incluso en otras figuras que no sean la mera participación en capital, como las obligaciones



convertibles en acciones y los préstamos participativos.

Otra limitación importante afecta al número de accionistas de una sociedad de capital riesgo. Un banco que quisiera crear una sociedad de este tipo se encuentra con la imposibilidad legal, puesto que se exige un mínimo de cinco accionistas, con una participación máxima del 20 por 100, salvo si el inversor es una entidad pública. Muchos grupos industriales o bancarios no estarán dispuestos a

introducirse en una actividad tan difícil como el capital riesgo teniendo que compartir la experiencia con otros socios.

También son restrictivas las participaciones en las empresas en las que se adquieren acciones: un máximo del 30 por 100 y un mínimo del 10 por 100. Aunque estos porcentajes parecen razonables en principio, puede haber ocasiones en las que las sociedades de capital riesgo se vean obligadas a invertir inicialmente más del

30 por 100, porque de otra forma la empresa no se crearía, por falta de dinero de los socios por ejemplo. El límite del 10 por 100, por otra parte, dificulta la figura de la sindicación, que se ha desarrollado mucho en Europa y mediante la cual varias sociedades de capital riesgo forman un *pool* para invertir en el capital social de una empresa, con lo cual puede resultar que cada una de las sociedades que forman ese *pool* tenga menos del 10 por 100 exigido. Finalmente, existen otras limitaciones menos importantes, como las de registro y tiempo de acomodación de las sociedades de capital riesgo ya existentes para darse de alta en la nueva normativa.

«Muchos grupos industriales o bancarios no estarán dispuestos a introducirse en el capital riesgo teniendo que compartir la experiencia con otros socios»

Esta legislación restrictiva ha supuesto que, desde su publicación, en vez de fomentar el desarrollo de entidades de capital riesgo, se haya desanimado la creación de sociedades privadas. España cuenta en estos momentos con una estructura de capital riesgo totalmente opuesta a la existente en Estados Unidos o Europa. Mientras que en otros países los mayores inversores en capital riesgo son las entidades privadas, en España el 80 por 100 del capital riesgo —el mal llamado capital riesgo, porque creo que las entidades públicas no lo desarrollan en toda su pureza— se encuentra en manos de capital público. Y no es bueno que el sector privado esté limitado al 20 por 100 restante, porque el auténtico desarrollo del capital riesgo viene cuando se canaliza el ahorro privado a través de unas sociedades profesionalizadas en favor de procesos industriales con el fin primordial de generar una rentabilidad. El ahorro público, normalmente, tiene como objetivo la creación de puestos de trabajo, la implantación de nueva industria en áreas regionales determinadas. No digo que esto sea mejor o peor que lo anterior, pero sí es diferente y es el aspecto que se está primando en la actualidad.

En cuanto al aspecto fiscal, que es la segunda parte de la normativa, diría que hay tres fases. La primera es el tratamiento del ahorro privado que se invierte en fondos de capital riesgo, que debería tener un tratamiento más alentador. La segunda es el tratamiento de los intermediarios —fondos y sociedades de capital riesgo— en cuanto a cómo deben tributar sus beneficios o los dividendos, y puesto que son intermediarios netos, debería haber una transparencia fiscal. La tercera fase de tratamiento fiscal debe estar centrada en la salida de la inversión: las plusvalías que se generan deben tener un tratamiento diferenciador para animar la inversión en proyectos que son bastante más arriesgados que los demás. En cuanto a la transparencia fiscal, solamente se aplica a los dividendos de las sociedades de capital riesgo, que no tributan, y, en cuanto a las plusvalías, sólo se traslada y se modifica en cierta medida, de una forma muy reducida, el tratamiento de plusvalías de la banca industrial.

En definitiva, la regulación vigente no se adapta a la realidad del capital riesgo; comparativamente con la que existe en otros países europeos, es inferior; es inferior en cuanto a calidad de normativa, no en beneficio de un sector, sino de la canalización de ahorro hacia una inversión difícil y compleja, y es excesivamente rígida y prima muy poco la actividad. España necesita una regulación que dé carta de naturaleza efectiva al capital riesgo.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

Habría que reducir la exigencia de porcentajes de inversión sobre el total del activo para inversiones en acciones que no coticen en Bolsa y dar entrada a figuras afines a la participación en capital, como pueden ser las obligaciones convertibles.

No habría que exigir a las entidades privadas que tengan que constituir sociedades con un mínimo de cinco socios y con un máximo del 20 por 100 del capital o del importe del fondo.

Habría que levantar la limitación del aporte del 30 por 100 a porcentajes más elevados —que posiblemente no tendrían que superar el 50 por 100— para, al menos, equipararlo al de las SODIS. No hay ninguna razón para que las SODIS puedan participar hasta el 45 por 100 en el capital de una empresa y las sociedades de capital riesgo sólo hasta el 30 por 100. Por la parte baja del 10 por 100 de participación, habría que eliminar cualquier limitación y dejarlo a la libre contratación de las sociedades y los empresarios.

En cuanto al aspecto fiscal se refiere, se debería entrar más a fondo en consideraciones de tratamiento especial para el ahorro que se canaliza hacia este tipo de inversión, 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; y, por otra parte, premiar la asunción de altos riesgos que conlleva este tipo de inversiones mediante una tributación especial o menor para las plusvalías, con unos tipos mínimos que podrían estar situados entre el 15 y el 20 por 100.

#### «La regulación vigente no se adapta a la realidad del capital riesgo»

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

El segundo mercado no debe estar orientado hacia empresas muy pequeñas, sino hacia las de tipo medio que estén en fase de beneficios y con unos programas importantes de expansión. Precisamente este tipo de empresas es el que buscan las sociedades de capital riesgo. Cuando una sociedad aporta fondos a una empresa es porque cree que ésta tiene un futuro largo y positivo y, al final, tiende a introducirla en el mercado bursátil, bien porque las necesidades de financiación empiezan a ser importantes o porque la sociedad no quiera aumentar su riesgo en ese proyecto concreto.

Si el capital riesgo tiene éxito, necesita de un mercado donde pueda vender sus acciones. Y ese mercado será más importante en la medida en que se encuentren cada vez más sociedades de capital riesgo en busca de tener oportunidades de liquidez. Esto no quiere decir que la salida o la cesión de títulos tenga que producirse necesariamente a través de la Bolsa. En muchos países se está comprobando que la adquisición por, o fusión con, terceros es una vía tan importante para la salida de las sociedades de capital riesgo como la propia Bolsa. Pero estoy convencido de que el desarrollo del capital riesgo traerá un mayor desarrollo del segundo mercado.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Hay que desdramatizar un poco el tema de los desarrollos tecnológicos, porque las buenas empresas, a veces sin darnos cuenta, ya han introducido en sus procesos de producción, en sus formas de gestión, en sus modelos de distribución y en su producto final algunas mejoras y algunas innovaciones tecnológicas. Es muy difí-

cil que una sociedad de capital riesgo esté invirtiendo en una empresa convencional y sin ningún tipo de nueva tecnología. Pero eso no quiere decir que haya que invertir exclusivamente en empresas que vayan a desarrollar una nueva tecnología. Eso sería un error, porque ahí existen unos riesgos altísimos. Las sociedades de capital riesgo pueden invertir en buenos proyectos que no necesariamente sean, por decir algo, ni de chips ni de células fotovoltaicas o desarrollos nucleares. Estas sociedades pueden ganar mucho dinero en desarrollos turísticos, en proyectos de distribución, en temas de alimentación... Es decir, en proyectos que pueden tener un mayor desarrollo en España que una hipotética nueva tecnología que normalmente viene del extranjero y que puede suponer un riesgo, a veces negativo, para los inversores.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

Las grandes empresas no necesitan a las sociedades de capital riesgo, puesto que disponen de sus propios instrumentos y fondos para desarrollar sus proyectos. Las pequeñas y medianas empresas, por el contrario, sufren limitaciones de acceso al crédito privilegiado y tienen limitaciones de autofinanciación. A pesar de ello, son las que tienen mayores posibilidades de desarrollo, por lo que los puntos de encuentro con el capital riesgo son muy elevados.

La sociedad de capital riesgo complementa al pequeño y mediano empresario para trazar una política o una estrategia, contrastar situaciones, o incluso para negociar o introducirle en mercados determinados. Además, la sociedad de capital riesgo no sólo presta su apoyo a la gestión, sino que aporta fondos. Y hoy existe una clara tendencia a sustituir crédito o financiación ajena por financiación propia, con las consiguientes repercusiones tanto en el equilibrio financiero del balance como en la cuenta de resultados.

Por todo ello, las sociedades de capital riesgo deben tener su campo de acción y su mercado en las pequeñas y medianas empresas. Pero, al mismo tiempo, estas sociedades pueden estar vinculadas a los grandes grupos industriales, ya que éstos suelen valerse del capital riesgo para conectar con pequeñas y medianas empresas en busca de desarrollo de estrategias de diversificación o de nuevos proveedores o nuevos productos. Los grandes grupos industriales a veces se sienten cómodos con participaciones minoritarias en proyectos nuevos, y aquí las sociedades de capital riesgo suelen ser buenos compa-

ñeros de viaje. Esta situación también interesa a las sociedades de capital riesgo porque, a la hora de salirse de la empresa participada para realizar la plusvalía, el gran grupo industrial puede ser precisamente el adquirente o quien desarrolle la fusión con la pequeña mediana empresa.

En definitiva, las sociedades de capital riesgo tienen la posibilidad de ser un complemento de las grandes empresas y grandes grupos industriales en sus estrategias de regeneración de sus carteras de participaciones o diversificaciones de mercados y, por otra parte, son un complemento accionarial y de gestión de las pequeñas y medianas empresas.

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Las SODIS desean crear el desarrollo industrial en determinadas regiones —cosa que no es el objetivo de las sociedades de capital riesgo—, aunque han sido las pioneras en España de la canalización de inversiones hacia las pequeñas y medianas empresas mediante la aportación de capital en acciones que no cotizan en Bolsa. Esta función forma parte del capital riesgo, y por eso las hemos denominado entidades de capital riesgo. Pero eso no quiere decir que el resto de la actividad que desarrollan las sociedades de capital riesgo también la desarrollen las SODIS. Puede haber coincidencias, pero normalmente las SODIS deben conformarse con el papel de promotor empresarial y de desarrollo industrial regional, no con la creación de plusvalías originadas por la compraventa de acciones en pequeñas y medianas empresas, aunque si, con su actividad, ganan dinero, pues estupendo.

Esto no es un comentario negativo, y no sé si las SODIS deberían tener una orientación diferente. Creo que están cumpliendo su papel, aunque habrá algunas que lo hagan mejor que otras, al igual que ocurre con las sociedades de capital riesgo privadas. Para corregir estas posibles desviaciones, habrá soluciones como trazar estrategias diferentes o cambiar a los gestores de determinadas SODIS, o realizar ampliaciones de capital o redefinir los sectores que se desee potenciar en un área determinada. En todo caso, las SODIS han cumplido una misión y han sido las pioneras de una actividad que las engloba con las sociedades de capital riesgo en España.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Las sociedades de capital riesgo extranjeras, en términos generales, están interesadas en el mercado español. España se acaba de incorporar a la Comunidad Económica Europea, es un mercado muy amplio y uno de los puntos turísticos más importantes de Europa. España, en definitiva, atrae la atención de los grandes grupos industriales extranjeros a la hora de invertir, especialmente cuando las noticias que publica la prensa financiera internacional son buenas. En esta coyuntura, las sociedades de capital riesgo que funcionan bien tienden a una internacionalización de sus inversiones, y conozco a varios grupos de capital riesgo americanos y europeos que están siguiendo muy de cerca la evolución de la normativa legal y fiscal española sobre capital riesgo para realizar sus inversiones en España. No es ningún secreto que, en el momento en que se flexibilice un poco esta normativa y sea un poco más atractiva, veremos a sociedades de capital riesgo extranjeras invirtiendo en empresas españolas.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Algunas comunidades autónomas ya poseen una SODI en su ámbito territorial y en otros casos alguna sociedad de promoción regional; es decir, que casi todas cuentan con alguna sociedad de capital riesgo o similar, unas que solamente dan préstamos y otras que dan préstamos y capital riesgo. En definitiva, el objetivo común es el de atraer a grupos industriales y a proyectos empresariales hacia sus respectivos territorios con el objetivo de generar empleo y riqueza. Creo, por consiguiente, que son instrumentos válidos y que deben complementarse con las sociedades de capital riesgo privadas, aunque siempre existirá la duda de si debe ser el capital público o el privado quien deba invertir en los proyectos empresariales.

Creo que el capital público debe preparar el terreno para que los empresarios desarrollen sus proyectos, sin excesivas subvenciones, puesto que las subvenciones ilimitadas no son buenas. El capital privado, por su parte, debe apoyar con participaciones accionariales a los proyectos empresariales.

Así que, dentro de este panorama, considero que las sociedades existentes cumplen su papel y que deben continuar existiendo mientras que existan las comunidades autónomas. Lo que habrá que acometer, en su día, es la delimitación de las funciones del dinero público y del dinero privado en cada una de ellas.

## «EL ESTADO DEBERIA DEJAR QUE FUNCIONEN LAS FUERZAS DEL MERCADO Y EVITAR TANTA REGULACION»

José María LOIZAGA VIGURI Presidente de Mercapital, S. A.

El dinamismo del mercado y de la propia economía tienen la palabra a la hora de establecer la viabilidad de las sociedades de capital riesgo, considera José María Loizaga Viguri, presidente de Mercapital, S. A.

Quizá por ello, se siente bastante escéptico sobre las posibilidades de la normativa sobre capital riesgo, una actividad que, según él, tiene su primera dificultad a la hora de definir exactamente su contenido.

¿Qué juicio le merece la regulación vigente en España?

La primera dificultad, antes de saber si la regulación es o no suficiente, sería definir qué es el capital riesgo; yo no he encontrado aún una respuesta satisfactoria. Me parece que cualquier proyecto que, desde su comienzo y hasta que madure negocio, el cuente con sus normales fuentes de financiación y haya demostrado su viabilidad, es un capital riesgo. Cualquier jointventure en un proyecto

nuevo es un capital riesgo. Por tanto, entiendo que no haría falta una regulación específica para las sociedades de capital riesgo, sino que podría ser suficiente con que las nuevas inversiones y proyectos, por ser precisamente nuevos, gozasen de determinados beneficios durante sus primeros años, tanto desde el punto de vista de la financiación como de la fiscalidad.

Por eso no creo que la normativa actual vaya a ser operativa, puesto que no ofrece una ventaja diferencial para los proyectos que se desarrollen a través de una sociedad de capital riesgo



en comparación con las vías tradicionales.

¿Qué modificaciones o mejoras propondría a la normativa actual?

En cuanto a límites de participación, se debería permitir llegar hasta el 40 por 100, por ejemplo. También se podría modificar que, dentro del 75 por 100 de activos en sociedades que no cumplan el artículo 32 del reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio—que es determinante para poder cotizar—, se

concediera un período de adaptación al objeto de que sea posible cumplirlo. Y luego, en el tan manido problema fiscal, para poder deducir las posibles minusvalías de la base imponible de las personas físicas, aunque las plusvalías siguieran siendo tratadas según el régimen general.

Pero será el dinamismo del mercado y de la propia economía quien tenga que hacer viables a las sociedades, antes que un simple cambio legislativo. La verdad es que casi siempre el Estado debería dejar que las fuerzas del mercado funcionasen y evitar tanta regulación.

¿Qué influencia pueden tener sobre el segundo mercado?

Se confunde al segundo mercado con un mercado secundario, e incluso algunos así lo denominan, lo cual constituye un problema, porque esta denominación tiene connotaciones negativas. Por eso, algunos países han evitado este nombre: en Londres se llama unlisted securities market y over counter en Nueva York.

Lo cierto es que el segundo mercado exige menos para iniciar la cotización de una sociedad o para permanecer en él, y en realidad es aquí donde se han dado las mayores plusvalías y las mayores posibilidades de desarrollo a nivel mundial. Esto no ocurre en España, donde el segundo mercado no tiene ninguna ventaja diferencial frente al primer mercado desde un punto de vista fiscal o de exigencias formales, excepto las previstas en el artículo 32 del Reglamento de las Bolsas. La ausencia de beneficios, que permite a una empresa entrar en el segundo mercado incluso con pérdidas, puesto que aquí no se exige haber obtenido beneficios en los últimos tres ejercicios, es en sí mismo lo único que está caracterizando al segundo mercado respecto al primero: la falta de vida y la falta de beneficios.

## «No he encontrado una respuesta satisfactoria para definir qué es el capital riesgo»

Además, es un mercado que parece estar pensado para las pequeñas empresas, puesto que sólo se exigen 25 millones de pesetas para cotizar, y hoy con ese dinero no se monta ni un puesto de castañas. Me parece que es bastante difícil que el segundo mercado pueda llegar a funcionar tal como está.

La única posibilidad para potenciar el segundo mercado consiste en limpiar el primer mercado: elevando de los 200 millones actuales hasta 800 o 1.000 millones de capital la exigencia para cotizar en él y, al mismo tiempo, emprender una acción de limpieza, excluyendo a las sociedades que vienen registrando pérdidas en los últimos años.

En cuanto a las sociedades de capital riesgo, el segundo mercado es una posibilidad teórica: cualquier sociedad puede constituirse, trazar un proyecto para que lo conozca el público, presentarlo a la Junta Sindical y empezar a cotizar.

Teóricamente eso es verdad. Pero, en un mercado tan estrecho como éste, la difusión de esa información básica y la atracción de los inversores hacia esas acciones sería bastante difícil en la realidad. Y es que el segundo mercado continúa siendo un gran desconocido, da la sensación de que se hubiera tratado de cumplir un trámite y que, en definitiva, no se piensa en él como en un auténtico vehículo. La Bolsa está interesada en que este proyecto salga adelante, puesto que le interesa atraer nuevas sociedades y aumentar el volumen de negocio, pero hace falta más energía y más deseos de potenciarlo por parte del Ministerio de Economía y de los intermediarios financieros. En este sentido, el tratamiento de las plusvalías sigue siendo el gran problema.

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para promover y desarrollar la tecnología?

Creo que sí, aunque el tema de la tecnología se ha desmesurado. Cuando se dice que las multinacionales invierten tanto y cuanto en investigación y desarrollo (I+D) habría que ver cuánto es para investigación pura y cuánto para desarrollo de producto; seguramente es mucho más para lo segundo que para lo primero.

Las sociedades de capital riesgo, en todo caso, se mueven entre las pequeñas y medinas 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 de cerca que en una gran multinacional. Por esa razón, en el terreno innovador es mucho más fértil la pequeña empresa que la grande.

«Será el dinamismo del mercado y la propia economía quien tenga que hacer viables a las sociedades de capital riesgo, antes que un simple cambio legislativo»

¿Considera eficaz el instrumento de las sociedades de capital riesgo para relanzar la pequeña y mediana empresa?

La pequeña y mediana empresa debe estar en relanzamiento permanente, como cualquier otra empresa, puesto que no crecer es muy peligroso en una economía de mercado. Las sociedades de capital riesgo, al ser motivadoras y suministradoras de fondos, permiten un mejor desarrollo a las pequeñas y medianas empresas, que normalmente sufren el problema de la financiación. Nadie confía en ellas y, por eso, pagan el dinero más caro en el mercado, porque por muy sanas que estên, por muy bien que se desarrollen, siempre serán el «patito feo» de los clientes, porque no tienen fuerza para discutir, porque no significan nada dentro del conjunto de la clientela de un banco, porque están individualizadas y divididas. Yo creo que esto no va a cambiar nunca.

Los intentos de canalizar la financiación a través de sociedades conjuntas para distribuir el riesgo, como las sociedades de garantía recíproca, han funcionado, han hecho algo, son una contribución más, pero no se puede decir que hayan solucionado el problema. Por eso, es positivo todo lo que signifique creación de sociedades de capital riesgo para tomar, promocionar o lanzar sociedades medianas o pequeñas.

«La única posibilidad de potenciar el segundo mercado bursátil es limpiar el primer mercado»

¿Qué nueva orientación podrán tener las SODIS?

Las SODIS son en realidad sociedades de capital riesgo, aunque cuando se crearon aún no se había introducido este término en nuestro vocabulario. Por eso me parece que pueden ser útiles, puesto que son sociedades regionales que conocen muy bien las posibilidades de su entorno regional, son capaces de atraer capitales locales y emprender toda una serie de acciones promocionales.

El problema es que las SODIS se están constituyendo como si se trataran de unos «mini-INIS», es decir, que se han convertido en refugio de empresas inviables o de proyectos excesivamente atrevidos, en los que, con el señuelo de creación de empleo, no se ha analizado la inversión hasta sus últimas consecuencias. Para eso no están las SODIS. Los grandes proyectos tienen que ser resueltos con un planteamiento a nivel nacional, incluso recurriendo a veces al mercado financiero mundial.

Las SODIS deben ser -ahora lo están inten-

tando— un acompañamiento para los promotores de iniciativas bien planteadas y a su medida, y no un refugio de empresas inviables para evitar suspensiones de pagos o quiebras.

«Las SODIS se han constituido como unos mini-INIS, es decir, en refugio de empresas inviables o de proyectos excesivamente atrevidos»

El problema es que al empresario le interesa más cualquier socio antes que uno institucional, como las SODIS. Los socios institucionales no son cómodos para el empresario privado. Quizá esto no responda a la realidad, pero lo cierto es que se tiene esa impresión.

Las SODIS, por consiguiente, me parecen positivas, aunque habría que orientarlas sobre la base de evitar entrar en sociedades en crisis, adoptar proyectos apropiados a las características de la región y rechazar los proyectos —por mucha importancia demagógica que puedan tener de cara al exterior— que exijan una gran inversión, para cuyo desarrollo financiero las SODIS no tienen medios.

¿Cree que las sociedades de capital riesgo extranjeras estarían interesadas en el mercado español?

Sin duda; y es más, me gustaría conocer cuántas operaciones han realizado ya. España ofrece unas expectativas inmejorables para un próximo futuro y es el país de la Europa comunitaria que goza de las mejores posibilidades de registrar el mayor crecimiento económico. España es un objetivo para las sociedades de capital riesgo extranjeras porque es todavía un país de tipo medio, con empresas de tipo medio proliferando por aquí y por allí, y aún quedan por iniciarse muchos proyectos nuevos. Además, con los tratados de doble imposición se evitan los problemas fiscales con los extranjeros, especialmente el tema de las plusvalías, que afecta a las sociedades españolas.

El único problema es invitar a las sociedades de capital riesgo extranjeras, que ahora tienen mucho trabajo y muchos proyectos en la mayoría de los países donde funcionan, para que descubran España. Por algunas conversaciones personales, estoy convencido que terminarán viniendo a nuestro país.

¿Qué papel pueden desempeñar las comunidades autónomas en el ámbito del capital riesgo?

Muy limitado, puesto que no sé qué puede hacer la comunidad autónoma a nivel de región que no haga el Estado a nivel de país. Es difícil pensar que las comunidades autónomas puedan establecer nuevas deducciones fiscales o emprender regulaciones específicas en la fiscalidad de las sociedades de capital riesgo. Creo que el camino que deben emprender es el de elevar hasta donde sea posible el nivel de gerencia de las SODIS y dotarlas con los medios financieros necesarios para que se desarrollen.