

El régimen fiscal de las sociedades y fondos de capital-riesgo

Ernesto Eseverri
Clotilde Martín Pascual

INTRODUCCIÓN

En este trabajo, se ofrece una visión general sobre el régimen fiscal de las entidades de capital-riesgo en España, para lo que, en un primer apartado, se presenta un breve balance de las razones con las que viene justificándose un tratamiento fiscal especial para las sociedades y fondos de capital-riesgo (SFCR); en el segundo, se pasa revista a su evolución desde la primera regulación de la actividad por el Real Decreto-Ley 1/1986; en el tercero, se hace referencia a las recomendaciones que en el plano impositivo vienen apuntándose en los últimos años desde la Unión Europea para el mejor desarrollo de la actividad, y se analiza el régimen fiscal actual que deriva de la nueva Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las SFCR, además del tratamiento que reciben los inversores individuales que deciden depositar su ahorro en estas entidades, señalándose los posibles obstáculos fiscales con los que todavía puede encontrarse la actividad de capital-riesgo en España; y, por último, se hace una recapitulación sobre las cuestiones tratadas.

I. LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO. RAZONES PARA UN RÉGIMEN FISCAL ESPECIAL

Aunque con algunos problemas importantes (Sloley, 1999), el capital-riesgo se encuentra en un momento de expansión tanto en el ámbito europeo como en el nacional, donde se ha hecho patente, particularmente, a partir de 1997, con un fuerte aumento de los capitales disponibles y de la inversión, que parecen garantizar un nuevo ciclo para esta actividad de financiación (1), especialmente en el campo de las nuevas

tecnologías. Fruto, en buena medida, de esta situación es la reciente Ley 1/1999, de 5 de enero, de regulación de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, que viene a ser el punto final de un proceso en el que han participado muy activamente los operadores del sector, y con el que se ha pretendido no sólo consolidar los numerosos cambios introducidos en la regulación del capital-riesgo durante los últimos años con el fin de ofrecerle un marco estable de desarrollo, sino preparar a esta actividad de financiación a medio y largo plazo para las favorables perspectivas de futuro.

Entre los factores que vienen influyendo favorablemente en el desarrollo de la actividad de capital-riesgo, están los siguientes: el buen escenario macroeconómico, caracterizado por un crecimiento sostenido, por la reducción del déficit y por la bajada de los tipos de interés, que está suponiendo un fuerte aumento de los capitales disponibles para la inversión privada; la liberación de la inversión colectiva, que ha permitido que las instituciones de inversión colectiva puedan invertir en valores no cotizados en mercados secundarios, convirtiéndose así en canalizadoras del ahorro hacia el capital-riesgo; el apoyo europeo a través de diferentes acciones que tratan de estimular la creación de fondos de capital-riesgo, la implantación del euro, que implica la desaparición del riesgo cambiario, y la política monetaria europea, que facilitará, a medio plazo, el desarrollo de un auténtico mercado interior europeo; a lo anterior se une el impulso que están adquiriendo los segundos mercados en los últimos años (2).

Todo ello ha despertado un creciente interés por la actividad de capital-riesgo, que se hace mayor si se relaciona con la preocupación por la pequeña y me-

diana empresa (PYME) a la que se le reconoce un gran potencial de creación de empleo y de crecimiento económico. Aunque las PYME no aparecen como objeto específico de la financiación por las entidades de capital-riesgo, o SFGR, (3), son sin duda sus principales destinatarias, puesto que el capital-riesgo tiene por finalidad, de acuerdo con la Exposición de Motivos de la nueva Ley 1/1999, financiar a aquellas empresas que objetivamente tengan dificultades para acceder a otras formas de financiación, lo que determina que sean precisamente las PYME las que mejor se ajustan a estos requisitos, ya que son empresas que cuentan con importantes deficiencias estructurales de financiación, por disponer de peores oportunidades de obtener financiación a medio y largo plazo, depender en gran medida de sus recursos propios, soportar mayores costes de financiación que las grandes empresas, al carecer de garantías, e implicar un mayor riesgo y tener mayores dificultades para acceder a la financiación que ofrecen los mercados de valores debido a los elevados requisitos de entrada exigidos. Para estas empresas, por tanto, con mayores problemas para acceder a los canales normales del sistema financiero tradicional, la actividad de capital-riesgo constituye una alternativa para paliar su carencia de capitales a medio y largo plazo, y supone un reforzamiento de su autofinanciación (4).

Desde esta perspectiva, también se viene observando una preocupación por el capital-riesgo en el plano comunitario, en cuya política la PYME constituye una prioridad. Desde la Unión Europea se pretende crear un entorno favorable para estas empresas mediante medidas de apoyo concretas en diversos campos, uno de los cuales vuelve a ser el de la financiación. En él, se insiste en la necesidad de reforzar e impulsar la actividad de capital-riesgo, considerada como esencial para la prosperidad de la pequeña y mediana empresa y, en definitiva, la prosperidad de la Unión Europea, en la que la mayor parte de las empresas son PYME.

Aunque existan otras adicionales, este apoyo a la financiación de las PYME constituye la principal justificación de lo que ha sido una constante en la regulación del capital-riesgo desde el Real Decreto-Ley 1/1986, donde por primera vez se somete a norma jurídica, hasta la reciente Ley 1/1999, de 5 de enero. Parece lógico que la fiscalidad sea tenida en cuenta a la hora de acometer el diseño de operaciones cuyo objeto es materializar una decisión de inversión o ahorro, cobertura o creación de riesgo, dado que influye en el comportamiento de los agentes económicos, contribuyendo a incentivar o desincentivar una determinada conducta. Un tratamiento fiscal beneficioso incide en

el desarrollo de una actividad haciéndola más atractiva y, en un primer momento, esta ventaja, pareció imprescindible para el desarrollo del capital-riesgo, aunque no fuese ni aún sea una medida compartida por toda la doctrina, ya que no casa muy bien con el principio de neutralidad impositiva. Desde este punto de vista, se viene justificando por razones de equidad como las de superar equilibrios ineficientes del mercado que, en el caso del capital-riesgo, se traducen en una desventaja comparativa de las entidades que se dedican a esta actividad que, por la índole de sus inversiones, más arriesgadas, tienen mayores dificultades para atraer financiación. Parece necesario que la asunción de altos riesgos se incentive de alguna manera y, en este sentido, las ventajas fiscales suelen ser las que de forma más clara animan las inversiones de este tipo compensando la incertidumbre del inversor (5).

No obstante, la fiscalidad diferenciada no puede considerarse como determinante en el desarrollo del capital-riesgo, que obedece a causas más complejas de índole económica y financiera, pero es un dato más a tener en cuenta para que pueda cumplir los objetivos que se propone, en la medida en la que puede incentivar los deseos de destinar un mayor nivel de recursos, de ahorro, a las SFGR (6). Si, además, estos incentivos redundan en beneficio de las PYME, que, ya se ha dicho, son el objetivo principal de financiación de las SFGR, los argumentos dados ganan en fundamento, puesto que estas empresas cuentan con deficiencias estructurales de financiación que razones de política social y económica, dada la importancia de las PYME, aconsejan paliar, entre otras, también por la vía fiscal.

De este modo, la creación de una fiscalidad estimulante es algo por lo que se ha apostado, desde un primer momento, en la política comunitaria de apoyo a las PYME, lo que se refleja también en el ámbito del capital-riesgo, tanto a través de medidas generales y colaterales que pretenden la creación de un entorno favorable para estas empresas, suavizando las exigencias sociales, administrativas y también tributarias que recaen sobre ellas, y que incentivan indirectamente esta actividad, como mediante medidas específicas o exclusivamente dirigidas a su desarrollo, entre las que la Comisión ha pedido incentivos fiscales a la inversión en estas entidades.

Entre las demás razones que también suelen apuntarse como justificación de esta especial consideración del capital-riesgo y de su tratamiento fiscal, está el hecho de que, de acuerdo con algunas opiniones, es un instrumento de apoyo a las PYME más

eficaz que otros incentivos financieros o fiscales, tales como subvenciones, créditos blandos o bonificaciones fiscales (7), y de que incorpora importantes ventajas respecto de otras fórmulas de financiación más tradicionales, pues se convierte en un "capital de acompañamiento", de carácter temporal y sin coste explícito, que, sin sustituir al empresario en sus labores de dirección, le aporta un soporte estratégico, dotando a la empresa de un asesoramiento especializado en las tareas de gestión. Todo ello incorpora a la empresa un valor añadido que opera como efecto multiplicador que redundará en beneficio de la capitalización de las PYME participadas (Martí Pellón, 1998a).

Por último, debemos tener en cuenta que, de cara a los inversores, el capital-riesgo presenta múltiples ventajas que posiblemente compensan el mayor de sus inconvenientes: la desinversión. La fiscalidad debe ser coherente con la finalidad perseguida con esta actividad y mostrarse, si no incentivadora, al menos no desincentivadora en un momento trascendental como es el de la realización de las plusvalías.

En cualquier caso, la elección o no de un modelo de apoyo fiscal a la financiación de las pequeñas y medianas empresas, y de un tratamiento fiscal favorable al capital-riesgo, es consecuencia de un proceso en el que intervienen el poder legislativo y otras instituciones y grupos de interés, de manera que lo que finalmente se plasma en la norma tributaria es el resultado de todo ello, que, en el caso de nuestro país, ha llevado a un modelo de apoyo fiscal al capital-riesgo (8).

II. EVOLUCIÓN DEL RÉGIMEN FISCAL DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA

El marco legal del capital-riesgo ha sido reiteradamente calificado de incompleto, inestable y equivocado, lo que ha venido marcando su provisionalidad, como consecuencia de las continuas reformas que han pretendido rellenar las lagunas y corregir los errores de la regulación en aspectos que la alejaban de la realidad y de sus verdaderas necesidades, tales como la imprecisión en la definición de su objeto social (9), el carácter restrictivo de la delimitación de sus funciones, en las que no se enumeraban todas las que se pueden llevar a cabo, o la poca flexibilidad que se dejaba a la composición de las carteras de riesgo con coeficientes de inversión confusos y poco prácticos, que perjudicaban a su aceptación por la iniciativa privada, y que han afectado negativamente al sector. Por otra parte, las reformas han venido siendo

incluidas en paquetes de medidas sobre política económica coyuntural (disposiciones presupuestarias o medidas urgentes), mezcladas con otras materias muy diversas que las hacían poco visibles.

Aunque, en cierto modo, la actividad de capital-riesgo había venido siendo desarrollada desde 1979 por las llamadas sociedades de promoción de empresas, reguladas en el art. 26.8 de la antigua Ley 61/1978 del IS, y cuyo objeto y estatuto fiscal, guardaban una importante semejanza con ella (10), la regulación inicial del capital-riesgo en España se estableció, con esa denominación, en el Real Decreto-Ley 1/1986, de 14 de marzo, de medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, que preveía un régimen especial de constitución y funcionamiento para las entidades que se dedicaban a esta actividad, de forma que, sólo podían disfrutar de unos beneficios tributarios en el caso de que se acogieran a ella. Por ello, de las múltiples reformas posteriores de la normativa sobre esta materia, unas han afectado directamente a su tratamiento fiscal, por cuanto suponían una modificación específica de éste, mientras que otras tan sólo le han afectado indirectamente, al referirse exclusivamente a otros aspectos de la regulación vigente en cada momento que, en la medida en que eran de obligado cumplimiento para las entidades que querían beneficiarse del régimen fiscal especial, también incidían sobre el mismo (11). De las diferentes reformas, nos vamos a referir tan sólo a las que han afectado al régimen fiscal del capital-riesgo, ciñéndonos fundamentalmente a los aspectos que a él atañen.

A partir del Real Decreto-Ley 1/1986, el régimen fiscal de las SFCR se ha caracterizado por un tratamiento ventajoso en dos impuestos: en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y en el Impuesto sobre Sociedades. En el primero, se reconoció un 99 por 100 de reducción en la base imponible por la constitución, aumento de capital y fusión de las SFCR, y en el Impuesto sobre Sociedades quedaban sujetas al régimen general con dos especialidades: una deducción por dividendos del 100 por 100, y una serie de ventajas en relación con las plusvalías generadas por la venta de las acciones y participaciones de las empresas participadas por las entidades de capital-riesgo. Las especialidades en materia del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, así como la deducción por dividendos, se han mantenido sin cambios hasta la actualidad, siendo el tratamiento de las plusvalías lo que se ha modificando sustancialmente en las diferentes reformas que se han ido sucediendo.

En el Real Decreto-Ley 1/1986, el régimen fiscal de las SFCR se contenía en el art. 16, en el que se establecían la citada reducción en la base imponible del Impuesto de Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados y la deducción por dividendos (pero sólo para las acciones de las empresas que no cotizaban en Bolsa, aunque sí en el segundo mercado), y se fijaba el tratamiento de las plusvalías que, en este primer momento, se beneficiaban de una deducción en la cuota que variaba en función de unos coeficientes según los años transcurridos hasta la enajenación de las acciones o participaciones de las empresas participadas, siempre y cuando la ganancia se reinvirtiera en acciones de empresas que no cotizaran en Bolsa ni se encontraran en expansión consolidada en el mismo ejercicio o en el primer trimestre siguiente (12). Todo ello hacía muy duras las condiciones que permitían aplicar la deducción, lo que determinó que las críticas al régimen fiscal establecido se centraran en ellas.

En primer lugar, se criticó la necesidad de reinvertir las ganancias generadas, lo que obligaba a que, tanto la ganancia inicial como la ganancia de los demás fondos en expansión, debieran permanecer continuamente reinvertidas para que las plusvalías adicionales generadas en cada ciclo no resultaran gravadas. Si la secuencia de reinversión se paralizaba, o se incumplía algún requisito (materialización, plazo, etc...), la última plusvalía obtenida se incluía en la base del impuesto. De esta manera, se condicionaba la política de distribución de dividendos y se iba en contra de la propia naturaleza temporal de los fondos de capital-riesgo (FCR) y de los justificados deseos de los inversores de retirar los frutos de su arriesgada inversión. Por otra parte, en la medida en que la deducción de unos porcentajes de las plusvalías respondía a una escala de plazos de desinversión, se primaban las que se realizaban entre los años 4º y 5º, con un 99 por 100, y los años 6º y 8º, con un 95 por 100, en detrimento de las que se llevaban a cabo durante los tres primeros años (coeficiente del 75 por 100) y la de los años 9º y 10º (coeficiente del 75 y 50 por 100 respectivamente), con el consiguiente perjuicio, por un lado, de las inversiones con rápido despegue, aptas en dos años para su venta, y por otro, de determinadas inversiones de ciclo largo, como las de explotaciones agrícolas (13).

Además, según Usano Crespo, dada la remisión que el art. 16 del Real Decreto-Ley 1/1986 hacía al artículo 26.8 de la Ley 61/1978, del Impuesto sobre Sociedades, todas las plusvalías que obtuvieran las SFCR, procedieran o no de las empresas que constituían el objeto específico de su inversión y que justificaban

el tratamiento especial, se beneficiaban de la deducción, con lo que, injustamente, las plusvalías generadas por acciones que cotizaban en Bolsa quedaban prácticamente fuera de tributación si el perceptor era una SFCR (14).

En fin, sin dejar de reconocer la importancia de esta primera regulación, por cuanto colmaba una importante laguna legal, se le achacaron algunos defectos importantes por su carácter excesivamente reglamentista y poco incentivador desde el punto de vista fiscal, que, según el sector, no se adaptaba a las necesidades del capital-riesgo (15).

No obstante este panorama, la primera modificación del régimen fiscal de las SFCR no se produce hasta el Real Decreto-Ley 5/1992, que, en su exposición de motivos, señalaba las insuficiencias de la regulación para conseguir las finalidades que el capital-riesgo estaba llamado a cumplir, lo que determinaba la urgente necesidad de una modificación con el objeto de definir “un nuevo marco que redundara en la capacidad de competencia de las empresas españolas ya con vistas en la puesta en marcha del Mercado Interior Comunitario”. Este Real Decreto supuso un importante cambio en materia fiscal al eliminar la exigencia de reinvertir las plusvalías para que la SFCR pudiera beneficiarse de la deducción en la cuota, que se convirtió en una exención en función de los coeficientes fijados en el Real Decreto-Ley 1/1986, aunque también modificados. Los nuevos porcentajes de exención se mantuvieron hasta 1997, aunque no a gusto de la mayor parte del sector, que consideraba que continuaban desincentivando las aportaciones de la financiación mediante capital-riesgo a partir del séptimo año, en el que la exención se reducía del 99 al 80 por 100, haciéndose menor todavía el noveno y décimo año, en los que se reducían al 50 por 100, a pesar de que el período de maduración de la mayoría de las inversiones, así como la mayor rentabilidad, necesitan de más tiempo. Por tanto, se seguía determinando el período de desinversión y penalizando relativamente proyectos más arriesgados, que requieren mayores períodos de permanencia de los capitales invertidos, en los que la rentabilidad de la inversión es probablemente mayor y que, en cualquier caso, resultaban necesarios para incrementar el ritmo de natalidad de las empresas y la regeneración de tejido empresarial a los fines que señalaba la exposición de motivos.

Esta modificación tampoco solucionó el problema referente a la procedencia de la plusvalía para disfrutar de la exención, que seguía beneficiando a todas ellas, aunque fueran consecuencia de la venta de ac-

ciones o participaciones de empresas que no fueran objeto específico de la entidad de capital riesgo, y que permaneció en esos términos hasta la Ley 3/1994, de adaptación a la II Directiva de Coordinación Bancaria, que, fuera de esta precisión, no introdujo reforma fiscal alguna.

Desde esta reforma, la regulación fiscal del capital-riesgo permaneció así hasta el Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de julio, de medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, si bien en este intervalo de tiempo se publicó la Ley 43/1995, del nuevo IS, que incorporó a su contenido (en el Título VII) el conjunto de los regímenes especiales que hasta esa fecha habían estado regulados en leyes especiales. El régimen fiscal del capital-riesgo se contiene en el art. 69 de la LIS que, como única novedad, permitió no sólo la deducción del 100 por 100 de los dividendos por parte de las SFCR, sino también por parte de las persona jurídicas que perciban tales dividendos y, en general, cualquier otra participación en los beneficios de las SFCR, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones (16).

Pero, como se apuntaba antes, no se produce otra reforma sustancial del régimen fiscal de las SFCR hasta el Real Decreto-Ley 7/1996 en el que, como señalaba su exposición de motivos, se introducía una reforma que clarificaba y ampliaba el objeto de esta actividad y mejoraba su tratamiento fiscal (17). De manera que, junto a su función principal de participar en el capital de las empresas, se reconocía la posibilidad de prestarles asesoramiento y concederles préstamos participativos, se mejoraban sus coeficientes de inversión y se avanzaba en el régimen fiscal, que hasta ese momento se había considerado insuficiente, fundamentalmente por la escala temporal en la que se basaba la bonificación de las plusvalías obtenidas en las desinversiones, considerada bastante artificiosa. Ahora, se ampliaba la exención del 99 por 100, con carácter general, entre el tercer y décimo año, suprimiendo el resto de los coeficientes que, como hemos visto, variaban, descendiendo a medida que se ampliaba el período de tenencia de las acciones o participaciones.

La normativa del capital-riesgo, por tanto, se ha venido modificando desde su primera regulación para adaptarse a las necesidades socioeconómicas y a las demandas del sector, intentando encontrar la dirección adecuada. Sin embargo, desde hacía tiempo se venía demandando una normativa completa y sustantiva de estas entidades que no se ha producido hasta 1999.

III. EL RÉGIMEN FISCAL DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL-RIESGO Y LA LEY 1/1999, DE 5 DE ENERO

Antes de entrar a analizar lo que ha supuesto este nuevo marco legal para las SFCR, conviene detenerse brevemente en la perspectiva comunitaria sobre esta materia en general, y sobre su tratamiento fiscal en particular.

Según se dijo, en su deseo de crear un entorno favorable para las PYME, la preocupación por la financiación de estas empresas ha supuesto un grado de protagonismo importante en la política de la Comisión Europea. En este ámbito, se viene reconociendo un papel fundamental al capital-riesgo, considerado como un instrumento de financiación específico para la PYME, esencial para su desarrollo y que necesita de un marco legal nacional adecuado que permita la realización de inversiones en esta actividad.

La Comunidad cuenta con varios programas de ayuda financiera, directa o indirecta, en el ámbito del capital-riesgo, tales como Venture-Consort, Eurotech Capital, los foros internacionales organizados por SPRINT y, más recientemente, la ventanilla de capital-riesgo que, a través del Mecanismo Europeo para la tecnología (MET), pretende apoyar a las PYME en fase de desarrollo invirtiendo en fondos de capital-riesgo constituidos principalmente para proporcionar capital a estas empresas. En el plano fiscal, sin embargo, hasta hoy no han existido iniciativas comunitarias, a pesar de que la mejora del entorno financiero desde una perspectiva impositiva aparece, según se dijo, con carácter general, en distintos programas comunitarios en los que la Comisión se ha ido reafirmando en la consideración de la fiscalidad como un freno excesivamente importante para las PYME y, particularmente, en comunicaciones emitidas concretamente sobre el capital-riesgo.

Con carácter general, el II Programa Plurianual en favor de la PYME (1993-1996), se refiere a la necesidad de atender la capacidad de autofinanciación de las PYME mediante medidas fiscales, tanto en el momento de su creación, como a lo largo de su vida y en el momento de su transmisión (18). El *Libro Blanco, sobre crecimiento, competitividad y empleo*, propone, entre las soluciones a los problemas de estas empresas, además de la reducción de las restricciones de origen administrativo, sociales y financieras, la reducción de las de origen fiscal. En el documento *Las PYME. Fuente dinámica del empleo, crecimiento y competitividad en la UE* (19), también se insiste en la necesidad de introducir reformas fiscales para evitar

la discriminación en favor de la deuda y en contra de la financiación de capital. Finalmente, el III Programa plurianual (1997-2000), en el que se realiza un análisis sistemático de las debilidades de las PYME (20), vuelve a señalar la excesiva complejidad del entorno fiscal, además del legal y administrativo.

Fruto de las evaluaciones externas a las que la Comisión somete periódicamente a las actuaciones comunitarias, se vienen publicando informes generales, comunicaciones o documentos emanados de foros, seminarios y mesas redondas, entre los que hay dos comunicaciones que se refieren específicamente al capital-riesgo: "Instrumentos comunitarios para fomentar el desarrollo del capital-riesgo" y "El capital-riesgo: clave de la creación de empleo en la UE" (21), en las que se alude expresamente a la fiscalidad de esta actividad.

El documento más reciente es la respuesta de la Comisión al mandato del Consejo Extraordinario sobre el Empleo, celebrado en Luxemburgo en 1997, que reconoce el importante papel que los mercados del capital-riesgo paneuropeos, de grandes dimensiones, podrían tener para la creación de empleo, y en el que pedía a la Comisión que presentara un informe sobre los obstáculos para su desarrollo. En este informe, la Comisión constata cómo muchos de esos obstáculos eran de naturaleza institucional y regulatoria, tanto en los estados miembros como en la UE, y para solucionarlos propone un Plan de acción con diferentes líneas, de entre las que la Comisión de Asuntos Económicos, Monetarios y de Política Industrial destaca tres de carácter prioritario, que se refieren tanto al establecimiento a escala nacional de estructuras jurídicas, administrativas y fiscales adecuadas como al apoyo fiscal y de otro tipo a escala comunitaria. Así mismo, la Comisión de Asuntos Económicos insiste en que la Comisión Europea impulse a los estados miembros a aplicar este plan de acción en los ámbitos de su competencia y, en particular, a que hagan frente a los obstáculos reglamentarios, a la mejora de la estructura del mercado para el capital-riesgo y a afrontar la armonización fiscal (22). Sin embargo, según la Comisión de Empleo y Asuntos Sociales, la Comisión Europea no llega a proponer respuestas definitivas en materia fiscal, aunque se inclina por un sistema impositivo favorable al capital-riesgo que, sin distorsionar la competencia, contribuya a su innovación y a su desarrollo.

Lo cierto, es que en este plan de acción, el área más problemática, quizá sea la tributaria. Aunque la Comisión Europea subraya que se trata de una cuestión de los gobiernos nacionales, está convencida de que puede contribuir a propagar las "mejores prác-

ticas" (23) que minoren las diferencias de tributación entre los distintos países, tributación, que, en algunos de ellos, puede resultar desincentivadora (Campbell, 1998). El principio de subsidiariedad hace que, en último extremo, corresponda a los estados miembros, a partir de su situación y entorno fiscal específico, analizar los problemas y recurrir a cualquiera de las soluciones que pueda ofrecer la Comisión, aunque, eso sí, con un enfoque internacional y uniforme que no obstaculice las inversiones transfronterizas.

En este marco comunitario, el tratamiento fiscal de las SFGR en España ha quedado nuevamente configurado en la Ley 1/1999, de 5 de enero. A continuación, nos ocuparemos de esta nueva regulación, analizando el régimen fiscal de los inversores individuales que tributan por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) y resaltando algunos de los obstáculos que subsisten y pueden afectar al desarrollo del capital-riesgo.

La Ley 1/1999, de 5 de enero, rompe con la provisionalidad de la regulación y reformas anteriores contenidas en Real Decreto-Ley de medidas urgentes, y pretende crear un marco estable y completo, coherente y seguro para el desenvolvimiento de una actividad a largo plazo como es ésta, que tan positivo efecto tiene en la capitalización de las empresas y, por tanto, en la regeneración del tejido empresarial y en la creación de empleo.

Por lo que se refiere al tratamiento fiscal del capital-riesgo o, según su denominación más reciente, capital inversión (24), éste se mantiene sustancialmente igual que el derivado de la última reforma por el Real Decreto-Ley 7/1996, aunque desaparece del articulado de la Ley, puesto que, como ya se dijo, el régimen fiscal de las SFGR está incorporado en el texto legal de los diferentes impuestos, en los que recibe un tratamiento especial, e incorpora dos novedades importantes en su disposición adicional 2ª:

En la primera, se amplía la exención del artículo 20.18 n) de la Ley de IVA (LIVA) en relación con la gestión y depósito de las SFGR gestionadas por sociedades gestoras autorizadas y registradas en los registros administrativos especiales. Con esta reforma, se facilita y promueve otra de las novedades introducidas en la Ley 1/1999, por la que las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva pueden actuar como sociedades gestoras de las SFGR, pues las primeras ya gozaban de la exención apuntada.

En la segunda, se modifica el art. 69.1 de la LIS,

que contiene el régimen especial de las SFCR en el IS, ampliándose de nuevo el plazo para el juego de la exención del 99 por 100 de las plusvalías generadas con la venta de acciones y participaciones de las empresas que constituyen su objeto principal de inversión desde los diez años a los doce, y admitiéndose, excepcionalmente, la ampliación de este último plazo hasta el año 17º inclusive, con lo que se favorecen inversiones más arriesgadas con mayores períodos de maduración.

Desde la Asociación Española de Capital Inversión (ASCRI), se critica la opción por mantener este tratamiento de las plusvalías, ya que, sin dejar de reconocer la mejora con respecto a la situación anterior, se considera que carece de justificación económica y no sigue la línea marcada por el resto de los países en los que hay una regulación específica para el capital-riesgo; en algunos de los cuales, como en Alemania, Bélgica, Dinamarca u Holanda, estas plusvalías están exentas de tributación en concepto de IS. En el caso español, el sistema fiscal se basa en la denominada "campana", por la que tan sólo se priman las inversiones que se mantienen entre dos y doce años, quedando el resto excluido de esta bonificación. Este sistema, según la ASCRI, debería sustituirse por otro de tributación fija de las plusvalías que no tuviese en cuenta el número de años que se mantiene la inversión, en concreto al tipo fijo del 1 por 100. De esta forma, no se condicionaría el tiempo de permanencia de las inversiones y se permitiría un mayor tiempo para el desarrollo suficiente de las empresas que asegurase la rentabilidad buscada (*Expansión*, 23-marzo-1998).

Frente a esta alternativa, muchos operadores de capital-riesgo hubieran preferido el régimen de tributación de los fondos de inversión gravados al tipo fijo de gravamen del 1 por 100, argumentando que este tratamiento tiene incluso mayor justificación que para el caso de los primeros, porque las SFCR favorecen a las empresas no cotizadas, que son las principales generadoras de empleo e innovación (Martí Pellón, 1998b). Esta posibilidad, sin embargo, puede no ser tan beneficiosa como parece, tanto para las SFCR como para los partícipes. Por lo que se refiere a las primeras, porque el asignar un tipo de gravamen reducido a las SFCR es irrelevante si éstas obedecen más a su función inversora que prestamista, ya que, en cuanto actividad intermedia, no soportan tributación alguna (25), si bien hace esta consideración en relación con la regulación del Real Decreto-Ley 1/1986, en la que el objeto exclusivo de la SFCR era la inversión mediante la toma de participación en el capital de empresas, que sigue siendo el actual, pero

con mayores posibilidades en cuanto a las formas de materializar la inversión por cuanto el coeficiente de inversión obligatorio es del 60 por 100 (menor que el de la regulación de 1986, que era del 75 por 100) pero de él, el 30 por 100, puede cubrirse mediante préstamos participativos que, aunque se equiparan con los fondos propios, generan rendimientos explícitos plenamente sujetos a tributación en la entidad. Por lo que se refiere a los partícipes, la equiparación tributaria de las SFCR a las instituciones de inversión colectiva conlleva la imposibilidad de deducir cantidad alguna en concepto de doble imposición interna que, si en sede de estas instituciones –en este caso de la SFCR– no soportarían apenas gravamen (1 por 100), sí que lo harían en sede de la empresa que reparte beneficios. Además, desde la nueva Ley de IRPF, Ley 40/1998, las ganancias de capital derivadas de participaciones de las instituciones de inversión colectiva están sujetas a retención del 20 por 100, hecho que puede influir negativamente en la asignación del ahorro a estas entidades.

Finalmente, son muchos los que consideran que la tributación de las SFCR, como entidades que se interponen entre los inversores y las empresas destinatarias de los recursos, debe ser neutral, de forma que la imposición no se produzca en la sede de ésta, sino en la de los inversores que aportan su dinero a las SFCR. Éste es el modelo por el que se inclina la Comisión Europea, que considera que es el modo de no distorsionar el tratamiento de las inversiones que se canalizan a través de ellas.

En cualquier caso, parece que la fiscalidad debería ser más coherente en el tratamiento de las SFCR, permitiendo que las desinversiones no vengan marcadas por el posible beneficio fiscal, sino por la obtención de la mayor rentabilidad y el cumplimiento del objetivo o función del capital-riesgo, que no es otro que el de propiciar el desarrollo de un proyecto empresarial o una empresa al que le unen intereses comunes durante el período de tiempo necesario para que el proyecto madure. En esto no debería interferir el tratamiento fiscal de las SFCR.

Por otra parte, la ASCRI también ha criticado el que no se haya aprovechado la ocasión para introducir las medidas necesarias para conseguir atraer la inversión hacia este sector, en lo que sería una primera fase del ciclo inversor, al no incluir preceptos que primen la inversión en capital-riesgo tanto desde el punto de vista del IRPF como desde el del IS. En el IS, tan sólo se les reconoce a los inversores en capital-riesgo la posibilidad de deducir el 100 por 100 de la tributación por los dividendos y, en general, los be-

neficios percibidos que, por tanto, tampoco están sujetos a retención. En el IRPF no existe ninguna ventaja añadida a los inversores en capital-riesgo, ni siquiera después de la reciente aprobación de la nueva regulación del impuesto por la Ley 40/1998, en la que se avanza en algunos aspectos pero se retrocede en otros.

La Ley del IRPF sigue diferenciando la tributación del ahorro según se materialice en forma de rendimiento o de ganancia patrimonial. En el primer caso, estaríamos ante los rendimientos de capital mobiliario que, cuando proceden de la participación en fondos propios de entidades, como es el caso de los que proceden de la inversión en SFCR, a diferencia de lo que ocurría para las personas jurídicas en tales casos, sí están sujetos a retención y se someten al régimen general establecido para este tipo de rendimientos, que, por proceder de entidades sujetas al tipo general en el IS, se integran en la base imponible multiplicados por un porcentaje del 140 por 100. Ésta es la primera parte de un mecanismo para evitar la doble imposición en el IRPF, en el que la segunda parte esta constituida por una deducción en la cuota líquida del 40 por 100 del importe recibido (26). Este mecanismo, a diferencia de lo que ocurre con las personas jurídicas, no corrige del todo la doble imposición, además de impedir que el exceso de las deducciones que no puedan ser absorbidas por la cuota líquida pueda detraerse en períodos superiores a cuatro años cuando en la LIS es de siete años.

Por lo que se refiere a la integración en la base, los rendimientos de capital mobiliario se someten plenamente a la progresividad del impuesto a través de su inclusión en la base imponible denominada "general", previamente homogeneizados, cuando son a largo plazo, mediante un proceso de ponderación que permite atenuar el exceso de carga mediante la aplicación de un coeficiente reductor, igual para todos los rendimientos, del 30 por 100, más simple que el que existía en la antigua Ley 18/1991. También se amplía la posibilidad de compensación de estos rendimientos además de con los procedentes de los demás tipos de renta, con las ganancias y pérdidas de capital a corto plazo, lo que, apunta la Comisión de Expertos para la reforma del IRPF (27), puede redundar positivamente en los niveles de asunción de riesgos de los inversores (28).

En relación con las ganancias de capital, la tributación a un tipo fijo de las que provenían de la participación en SFCR, a largo plazo, constituye una demanda antigua de diferentes sectores. El Real Decreto-Ley 7/1996 la estableció de forma generalizada para todas las ganancias a largo plazo, y la nueva Ley del IRPF la

retoma gravándolas al 20 por 100 cuando se han generado en un período superior a dos años en el que fija el largo plazo. La cuantificación de la ganancia o pérdida patrimonial, cuando provienen de SFCR, en cuanto onerosas, se determina por la diferencia entre el valor de adquisición y el valor de transmisión, sin que exista posibilidad alguna de corregir la inflación a partir de la Ley 40/1998, pero, con ella, tanto en el IRPF como en el IS, y ello porque, según la Comisión de Expertos para la Reforma del Impuesto, la aplicación de coeficientes deflatores resulta excesivamente compleja además de discriminatoria frente a los restantes rendimientos, en particular los de capital mobiliario, que no son objeto de deflación, y porque, con carácter general, y más concretamente cuando se trata de acciones que cotizan, pueden encontrar salida oportuna en cualquier momento, a diferencia de lo que ocurre con los bienes inmuebles, para los que, por su incierta demanda, sí se mantiene la corrección al acumular los efectos de la inflación en el tiempo en contra de su titular.

La justificación de la Comisión de Expertos no parece suficiente. En primer lugar, porque existen otras normas en la Ley que interfieren con la neutralidad, como la propia diferenciación en el tratamiento fiscal del ahorro en función de la forma de materializarse, rendimiento o ganancia. De lo que se trataría es de evitar uniformemente el gravamen de las rentas nominales en la medida de lo posible, u opcionalmente. En segundo lugar, porque la corrección de la inflación ya ha existido y se ha aplicado en España, de hecho, en el IRPF, donde se introdujo en el Real Decreto-Ley 7/1996. Y, por último, porque aunque estemos en un contexto de bajas tasas de inflación, debería existir algún mecanismo que pudiera utilizarse en los casos en que, pese a las previsiones, pueda darse, sobre todo cuando hablamos de participaciones en entidades como las de capital-riesgo, que, por sus características, tienen que permanecer en la cartera de los inversores durante un período más o menos largo de tiempo si se pretende obtener la rentabilidad esperada, ya que de otro modo existiría una tributación excesiva sobre la auténtica ganancia de capital.

Finalmente, para la integración de las ganancias a largo plazo, se ha optado, en la Ley 40/1998, por un sistema similar al que existe en otros países europeos, utilizando una base independiente, "especial", pero dentro del propio impuesto, en la que se compensan exclusivamente entre sí.

De lo anterior se desprende que no existe ninguna ventaja específica para las inversiones en SFCR, lo que quizá se deba a que la nueva Ley del IRPF ha su-

puesto, en continuidad con el Real Decreto-Ley 7/1996, una opción por un impuesto más neutral en relación con el ahorro, cuya tasa se pretende aumentar mediante una menor presión fiscal de las plusvalías y todas las rentas en general. Por otra parte, el contexto macroeconómico está determinando que el ahorro se oriente de forma creciente hacia los valores de renta variable, como lo demuestra el hecho de que las últimas privatizaciones hayan sido absorbidas sin incentivo alguno (29).

Sin embargo, en otros países se ha optado por eximir de tributación, bajo ciertas condiciones, a determinadas plusvalías (30) y en España ha existido también una demanda constante por una tributación diferenciada, incentivadora, de cara a fomentar la captación de ahorro privado por parte de las SFCR, considerada determinante puesto que, al existir otras alternativas de inversión más seguras, tiene pocas posibilidades de desarrollarse sin esta ayuda, que puede resultar fundamental para impulsar esta actividad y, en definitiva, para impulsar el tejido empresarial. En este sentido, se proponen diversas medidas como la exención de las plusvalías que se reinviertan en otros fondos de capital-riesgo, la deducción, con algunas condiciones y límites, de las cantidades invertidas en SFCR, que ya ha existido antes en la normativa española y que existe para el IS en el País Vasco y en Navarra (31), o la consideración como gasto fiscal, sin que suponga un menor coste a efectos de futuras plusvalías, de una determinada cantidad por las inversiones realizadas, mediante suscripción de acciones o participaciones en SFCR, también con determinados requisitos, como que se mantenga durante un período de tiempo o se reinvierta en otra SFCR la misma cantidad.

Pero, junto con estas medidas para impulsar las inversiones en SFCR, tanto en el IRPF como en el IS, serían necesarias otras reformas, como la de precisar el objeto de estas entidades y, fundamentalmente, propiciar el desarrollo de los segundos mercados.

Por lo que se refiere a la primera de ellas, la nueva Ley 1/1999, sigue sin precisar el objeto de las inversiones de las entidades de capital-riesgo más allá de que han de dirigirse hacia empresas que no coticen en Bolsa. Parece evidente que la mayor parte de sus fondos irán a parar a PYME, por lo que debería hacerse una referencia más concreta a estas empresas haciendo un esfuerzo por definir las o concretarlas (32). Al mismo tiempo, parece conveniente no dejar de lado la promoción del nacimiento y desarrollo inicial de empresas, que sigue teniendo perspectivas desfavorables por la dificultad que encuentran los in-

versores privados para rentabilizar sus intervenciones en ellas (33). En este ámbito, se propone la intervención de la financiación pública; sin embargo, según Martí Pellón, el sector público en España no está en condiciones de aportar, de forma masiva, los recursos que precisa la financiación de innovación y del arranque de empresas. Una opción, en este punto, sería la de apoyar la canalización de fondos por parte de los denominados *business angels* o inversores privados no oficiales que, en otros países, destinan un importante volumen de recursos a proyectos incipientes a través de incentivos fiscales similares a los que según hemos indicado, hacen referencia a la colocación del ahorro en SFCR (34).

En relación con la necesidad de propiciar el desarrollo de los segundos mercados, debe tenerse en cuenta que el apoyo o estímulo a la inversión en SFCR debería venir apoyado por la existencia de un mercado ágil. No es éste el lugar para analizar la problemática de los segundos mercados, pero sí para apuntar su importancia para el capital-riesgo, al garantizar a sus inversores una mayor y más rápida liquidez de sus acciones o participaciones, introduciendo más seguridad, racionalidad y transparencia en las operaciones, y también para las propias empresas participadas, al facilitarles la obtención y rotación de sus recursos propios. El impulso de los segundos mercados también podría ser apoyado fiscalmente a través de incentivos a las inversiones que se dirijan a empresas que coticen en ellos, que, en este caso, deberán tener en cuenta, equiparando su tratamiento, la coexistencia de dos vías de inversión, la de los inversores especializados, como las SFCR de las que se viene hablando, y las inversiones directas en las empresas cotizadas, a través de particulares, instituciones de inversión colectiva o fondos de pensiones, que pueden jugar un papel muy importante en la financiación de las PYME. Por otra parte, en estos últimos, junto con las compañías de seguros, se encuentra una parte significativa del potencial de desarrollo de los recursos del sector de capital-riesgo para el futuro.

En España, el segundo mercado se creó en 1986 mediante el Real Decreto 710/1986, pero no ha resultado operativo. En el ámbito europeo, está el AIM londinense (Alternative Investment Market), y también se han puesto en marcha, desde 1995, con ambiciones paneuropeas, el EASDAQ y el EURO-NM, dirigidos a sociedades de reducida dimensión con fuerte potencial de crecimiento y en los que el capital-riesgo juega un papel muy importante (35). En este aspecto, quizá sería necesario un proceso de integración entre todos los segundos mercados de valores, porque no existe masa crítica para sostener un funcionamiento

eficiente de tantos mercados con fines similares (Martí Pellón, 1999).

IV. RECAPITULACIÓN

El capital-riesgo se encuentra en un momento de expansión, puesto que, tras veinte años de relativa baja actividad, está consolidando su presencia en la economía española, y lo está haciendo con importantes perspectivas de futuro, basadas en una buena situación macroeconómica, en la próxima implantación del euro y en la liberalización de la inversión colectiva, que constituyen una oportunidad única para mejorar el marco institucional de las inversiones en capital-riesgo.

Las SFCR pretenden cubrir un espacio desatendido por los canales tradicionales de financiación, haciendo llegar a las PYME recursos a medio y largo plazo, en unas condiciones ventajosas. Dado el importante papel que estas empresas desempeñan en las economías europeas, se ha despertado un creciente interés por este tipo de actividad en los ámbitos nacional y comunitario, en los que se coincide en la necesidad de eliminar los obstáculos todavía existentes para el correcto desarrollo del capital-riesgo, tales como la falta de una verdadera "cultura empresarial" por parte de las empresas europeas, poco propensas a dar entrada a "extraños" en su capital, el escaso desarrollo de los segundos mercados, o su inadecuado marco legal y tributario.

La regulación del capital-riesgo y, en particular, su tratamiento fiscal han venido marcados por continuas reformas, desde la primera regulación de la actividad por Real Decreto-Ley 1/1986, hasta la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, que han interferido en el normal desarrollo de la actividad.

La Ley 1/1999, de 5 de enero, ha pretendido, por fin, crear un marco jurídico estable y completo para el capital-riesgo. La nueva ley mantiene un tratamiento fiscal favorable para las SFCR, que ha sido una constante en su regulación y que se justifica no sólo por la desventaja comparativa que puede tener esta actividad frente a otras, sino, sobre todo, porque contribuyen a potenciar la financiación de las PYME, que cuentan con importantes deficiencias estructurales en este ámbito.

El tratamiento fiscal especial consiste en una serie de ventajas en tres impuestos: el ITP y AJD, en el que se reconoce a las SFCR un 99 por 100 de reducción en la base imponible por la constitución, aumento de

capital y fusión; el IVA, como novedad introducida por la nueva Ley 1/1999, en el que se amplía la exención relativa a la gestión y depósito de activos también a estas entidades, cuando sean gestionadas por sociedades autorizadas y registradas en los registros administrativos especiales; y, por último, el IS, en el que las SFCR cuentan con una deducción por doble imposición interna del 100 por 100, y con una exención parcial por las plusvalías generadas en la venta de las acciones o participaciones de las empresas que constituyen su objeto, en función del plazo de desinversión.

Es este último aspecto, junto con la exención de la gestión de las SFCR en el IVA, el único que ha variado a lo largo de la evolución del capital-riesgo en los últimos años, durante los cuales se han flexibilizado las condiciones de aplicación de la exención, fundamentalmente en lo que se refiere al período de tiempo de tenencia de las participaciones. Pese a que con la nueva Ley vuelven a ampliarse los plazos, se ha criticado que no se haya optado por otras alternativas que interfirieran en menor medida en el desarrollo de la actividad. Asimismo, se echa en falta que no se haya aprovechado la ocasión para introducir las medidas necesarias en el IRPF y en el IS que primen la inversión en capital-riesgo atrayendo para este sector mayores tasas de ahorro.

Finalmente, debe señalarse que el desarrollo del capital-riesgo requeriría de otras medidas, entre las que el impulso de los segundos mercados desempeña un papel fundamental. El conjunto de estas medidas debería tener en cuenta aquellos aspectos en que la fiscalidad pueda ayudar o contribuir a resolver los obstáculos con que todavía se encuentra la actividad de capital-riesgo.

NOTAS

(1) En 1997 y 1998, las inversiones realizadas por las entidades de capital-riesgo crecieron un 40 por 100. La captación de fondos durante 1998 superó en un 71 por 100 la cifra de 1997, al tiempo que aumentó el número de operadores especializados, que en 1998 alcanzó la cifra de 51 entidades. De este modo, la incertidumbre que existía sobre el volumen futuro de capitales en gestión, por la liquidación de los fondos creados en la segunda mitad de los años ochenta, ha quedado, en buena medida, despejada. *Vid. MARTÍ PELLÓN (1999).*

(2) El correcto funcionamiento de un mercado privado de capital-riesgo, que permita la canalización de recursos propios, de forma temporal y minoritaria a empresas en proceso de creación o expansión inicial, depende de que se den cuatro circunstancias: un mercado interior amplio, mercados de valores de segundo nivel, una regulación no intervencionista, con un generoso tratamiento para las plusvalías y el interés en la población por asumir riesgos empresariales. Por ello, la actividad de capital-riesgo no ha funcionado demasiado bien hasta ahora, porque, de las cuatro circunstancias citadas, sólo se ha cumplido parcialmente la referente al tra-

tamiento favorable de las plusvalías. Sin embargo, los cambios que se están produciendo recientemente, tales como la implantación de la moneda única o el desarrollo de mercados como el EASDAQ o el EURO-NM, que pretenden la negociación de títulos que no tendrían cabida en los mercados oficiales, van a permitir una notable mejora de las condiciones generales para el desarrollo de esta actividad, tanto en España como en el resto de los países europeos. *Vid. MARTÍ PELLÓN (1998a, págs. 12-15).*

(3) La regulación actual de las SFCR, dada por la Ley 1/1999, no se refiere específicamente a las PYME como objeto principal de la financiación de estas entidades, pero desde la reforma del Real Decreto-Ley 1/1986 por el Real Decreto-Ley 5/1992, de medidas presupuestarias urgentes, hasta la nueva modificación de tal regulación por el Real Decreto-Ley 7/1996, el legislador ha venido refiriéndose a estas empresas cuando se consideraban SFCR a "aquellas sociedades anónimas (y fondos) cuyo objeto exclusivo sea la promoción o fomento, mediante la toma de participaciones temporales en su capital, de empresas no financieras, de dimensión pequeña o mediana...".

(4) El eje natural del capital-riesgo es la PYME, pues es donde la inversión de riesgo tienen las mayores posibilidades de desarrollarse, al ofrecer casi todas las posibilidades de control del riesgo que motivan a efectuar la inversión al titular del capital-riesgo. *Vid. ZANCADA PEINADO (1987).*

(5) Si las condiciones generales establecidas por la política económica para el desarrollo de la inversión productiva que pudiera calificarse como "normal" se basan en la concurrencia de empresarios y capitalistas, debería ser suficiente la existencia de estos dos elementos aun en el caso de que, como ocurre en el capital-riesgo, la inversión demandada tenga un carácter "excepcional" por el riesgo que entraña. Por ello, cuando, existiendo la necesidad de inversión arriesgada, ésta no se da sin el especial apoyo o ayuda de los poderes públicos, parece lógico y transparente que sean éstos los que asuman esta función, entre otras medidas, mediante estímulos fiscales, de acuerdo con el principio generalmente admitido de que el estado debe llegar allá donde no alcanza la actividad privada (PAPELES de ECONOMÍA ESPAÑOLA, 1987, pág. 7).

(6) I. Bañares se hace eco de la experiencia estadounidense, que demuestra cómo la elevación del tipo impositivo del 15 al 49 por 100 sobre las plusvalías redujo a la nada la formación de capital-riesgo, que experimentó una fuerte expansión a partir de la reducción del 49 al 20 por 100. Bañares, citado por NAVARRO (1987, página 147). Además, los países donde se ha potenciado más esta actividad son aquellos donde existe un tratamiento fiscal favorable como el Reino Unido o Francia (TORRES PICAMAL, 1987, pág. 171).

(7) De esta opinión es Mata Galán, que considera que los incentivos fiscales y financieros tan sólo pueden actuar como catalizadores de ideas al ofrecer mayores facilidades, pero en ningún caso pueden, por ejemplo, desaconsejar la inversión en proyectos inviables o llevar a cabo colaboraciones de diverso tipo, como realizar estudios de mercado, búsqueda de socios... que resulta especialmente difícil para las PYME y que el capital-riesgo puede proporcionarles (MATA GALÁN, 1987, pág. 156).

(8) Esta reflexión la hace Usano Crespo en relación con el régimen de las plusvalías en el IRPF, que responde, según él, a esta dinámica, de manera que su evolución o la iniciativa de cambio surge, en este caso concreto, del régimen de las plusvalías, periódicamente, al hilo de la discusión sobre el principio de distribución equitativa de la carga y su conflicto con el principio de eficiencia (USANO CRESPO, 1987, pág. 62).

(9) El Real Decreto-Ley 1/1986, que, por primera vez, regulaba el capital-riesgo, se limitaba a indicar en su art. 12, sin mayor concreción, que las SFCR se dedicaban a la promoción o fomento de sociedades no financieras. El Real Decreto-Ley 5/1992 modificó ese artículo con la intención de potenciar a las PYME, señalando que el objeto del capital-riesgo era "la promoción, mediante participaciones minoritarias, de empresas no financieras, de dimensión pe-

queña o mediana... "aunque no definía qué debía entenderse por PYME. Finalmente, el Real Decreto-Ley 7/1996 modificó de nuevo el artículo 12 y, aunque amplió la enumeración de las funciones que las SFCR podían realizar, dejó de hacer referencia a las PYME para referirse a empresas que no coticen en Bolsa ni en ningún mercado secundario organizado.

(10) En realidad, antes de la primera regulación específica de la actividad de capital-riesgo en el Real Decreto-Ley 1/1986, esta actividad fue en cierto modo desempeñada por las sociedades de promoción de empresas. El art. 26.8 de la LIS definía a las sociedades de promoción de empresas como aquéllas que tenían por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas mediante participaciones temporales en su capital, y el RIS, en su art. 244, las excluía del régimen de transparencia, les reconoció una bonificación del gravamen sobre las plusvalías por enajenación de su cartera de empresas participadas mediante de unos coeficientes que variaban en función del número de años de su tenencia (0,95, 0,75, 0,5 y 0,25 en los ocho, nueve, diez y once primeros años), condicionada a la reinversión de la ganancia, y se acogían al régimen general en cuanto a deducción por dividendos. En la ley 43/1995, del IS, se estableció un régimen transitorio para estas empresas, a las que se les daba un plazo de cinco años, a partir de la entrada en vigor de la nueva LIS (hasta el año 2001), para que se disolvieran o se transformaran en SFCR (DT^º 7 de la Ley 43/1995). ALCALÁ OLID (1995, página 268) apunta el hecho de que ninguna disposición tomase en consideración la posible adaptación de las empresas que venían desempeñando la actividad con anterioridad a la promulgación del Real Decreto-Ley 1/1986 como una de las razones que pueden justificar la falta de aceptación de la normativa del capital-riesgo en España por parte de la iniciativa privada.

(11) El Real Decreto-Ley 1/1986 ha sido reformado en numerosas ocasiones: Ley 33/1987, de Presupuestos Generales del Estado para 1988; Real Decreto-Ley 4/1992, 21 de junio, de medidas presupuestarias urgentes; Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la II Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero, y Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, de medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

(12) La reinversión en esas condiciones se establecía en el artículo 26.8 de la LIS en el que se obligaba a materializar la reinversión en acciones por suscripción o compra a la par, salvo suscripción con prima, vinculada a acciones ya poseídas, o autorización administrativa. Según USANO CRESPO (1987, pág. 55), esas limitaciones respondían precisamente a situar la inversión en empresas que no cotizaban en Bolsa tampoco se encontrasen en expansión consolidada.

(13) Estas críticas las recoge BERGARECHE BUSQUET (1987, página 103).

(14) Ello porque el art. 26.8 de la LIS no especificaba y tan sólo se refería a "sociedades que tuvieran por objeto exclusivo la promoción o fomento de empresas (sin más aclaración) mediante participación temporal en su capital". *Vid. USANO CRESPO, D. (1987, pág. 55).*

(15) Esta primera regulación defraudó al sector de capital-riesgo, que pensaba que el esquema jurídico-fiscal introducía graves dificultades para la iniciativa privada y parecía más propicio para desarrollar el capital-riesgo de iniciativa pública, por otra parte verdadera protagonista de esta actividad hasta la fecha en la que se publicó el Real Decreto-Ley 1/1986, a través de las SODIS y las sociedades de promoción industrial de las comunidades autónomas (SPRICAS). Quizás este dato justifica la excesiva prudencia del legislador en este momento (TORRES PICAMAL, 1987, pág. 170). De las 48 SFCR existentes en España hasta 1993, sólo 18 sociedades y 7 fondos se acogieron a la regulación del Real Decreto-Ley 1/1986 (ALCALÁ OLID, 1995, pág. 267).

(16) Esta previsión, contenida en el art. 69.3 de la LIS, constituye una ventaja respecto del régimen general contenido en el art. 28,

puesto que la deducción para evitar la doble imposición interna es del 50 por 100, y del 100 por 100 sólo en el caso de que se cumplan los requisitos del apartado segundo de ese artículo: participación, directa o indirecta, de al menos el 5 por 100 de la entidad participada y tenencia de la participación, ininterrumpidamente, durante el año anterior al día en que sea exigible el beneficio que se distribuya.

(17) Según G. Arranz, el Real Decreto-Ley 7/1996, no soluciona todos los problemas del capital-riesgo, pero introduce una serie de mejoras muy interesantes que hacen que la legislación pase de ser un freno para el desarrollo del sector a configurarse como una oportunidad, ofreciendo un marco favorable para su desarrollo (ARRANZ, 1998).

(18) Comisión de las Comunidades Europeas (1993), *La dimensión empresarial, clave del crecimiento económico. Acciones comunitarias para reforzar y garantizar la continuidad de la política empresarial en la Comunidad, en particular a favor de las PYME*. "Propuesta de Decisión del Consejo relativa al programa plurianual (1993-1996) de acciones comunitarias para reforzar los ejes prioritarios de la política empresarial en la Comunidad, en particular a favor de las PYME".

(19) COM (1996), DGXIII.

(20) COM (96) 98 final, de 20-3-1996, que contiene la Propuesta de decisión del Consejo sobre el III Programa Plurianual adoptada el 9 de diciembre 1996, DO nº L de 6 de enero de 1997.

(21) SEC (91) 2414 final y SEC (98) 0552-C40496/98, respectivamente.

(22) El Informe de la Comisión sobre el capital-riesgo (SEC (98) 0552) fue remitido al Parlamento en junio de 1998; éste, a su vez, lo remitió a Comisión de Asuntos Económicos, Monetarios y de Política Industrial para su informe y a la Comisión del Empleo y Asuntos Sociales para su opinión (A4-0090/99). Junto con las dos líneas prioritarias señaladas, se recogía también la falta de una cultura de riesgo en los sectores productivos de la economía, tanto en lo que se refiere a aquellos que facilitan capital a las empresas como a las empresas mismas. Las tres líneas de acción están íntimamente relacionadas.

(23) Esta posibilidad de propagar las mejores prácticas ya aparece en un documento anterior sobre la mejora del entorno fiscal de las PYME (COM (93) 206 final) en el que se aconsejaba el aprovechamiento de la experiencia de otros países miembros, como el Reino Unido o Francia, donde el capital-riesgo estaba más desarrollado, buscando soluciones similares, y anunciaba su intención de presentar una recomendación más concreta basada en el enfoque de difundir "mejores prácticas".

(24) Frente a la denominación de capital-riesgo, se está imponiendo la de capital inversión por diversas razones, como la frustración que provoca tal denominación en muchas de las empresas en busca de recursos financieros, el rechazo innato que los términos aventura o riesgo despiertan en los potenciales aportantes de recursos o, fundamentalmente, por el cambio de orientación de la actividad cuyo objeto principal ha pasado de ser las empresas en su primer estadio de desarrollo para convertirse, en la mayor parte de los países europeos, en las que están en crecimiento o están ya consolidadas. De hecho, la ASCRI cambió su nombre por el de Asociación Española de Capital Inversión en 1996.

(25) Según Usano Crespo, a efectos de la imposición societaria, los beneficios fiscales relativos a la deducción por dividendos y por plusvalías obtenidas son los responsables de que estas entidades mantengan un tipo efectivo de gravamen prácticamente nulo, siempre que adapten su actuación inversora a los requisitos legales. Si descomponemos la base imponible del Impuesto sobre Sociedades de forma esquemática, para el caso especial de las entidades de capital-riesgo tendríamos que la cuota íntegra sería igual a $t \cdot (P+I+D-M-G)$, donde P son las plusvalías, I los intereses, D los dividendos, M las minusvalías y G los gastos totales. De

esta forma, tendríamos que la deducción por dividendos (100 por 100) sería aproximadamente $t \cdot D$, y la deducción máxima de plusvalías $t \times 0.99 \times P$, que equivaldría a $t \times P$. Con lo que la cuota líquida sería $t \cdot (I-M-G)$. Es decir, la tributación no depende de plusvalías y dividendos, sino de magnitudes negativas que, en condiciones normales, absorberán los intereses de los préstamos concedidos a las sociedades participadas.

(26) Antes de la Ley 40/1998, la deducción por doble imposición interna se hacía en la cuota íntegra. Con mayor rigor técnico, la nueva ley mantiene el esquema de determinación de la cuota diferencial, pero minorando también de la cuota líquida la deducción por doble imposición interna, permitiendo que las cantidades que no pudieran deducirse en el año correspondiente lo hagan en los cuatro años siguientes, de acuerdo con el nuevo plazo general de prescripción.

(27) Informe de la Comisión de Expertos para la reforma del IRPF (1998).

(28) Antes, los rendimientos de capital mobiliario sólo se podían compensar con los demás rendimientos tipificados en la LIRPF. Los incrementos y disminuciones de patrimonio, según la denominación de la anterior ley, se compensaban exclusivamente entre sí, y si su resultado era negativo, tan sólo podían compensarse con los incrementos y disminuciones del propio ejercicio o de los cinco años siguientes. Por lo que se refiere a la integración de los rendimientos generados a largo plazo, antes denominados irregulares, su mecanismo de integración era más complejo porque formaban parte de la llamada base imponible irregular sólo en su parte irregular que era el resultado de minorar el rendimiento en una cantidad (anualidad) que se entendía correspondía al año en el que se presentaba la declaración.

(29) Se puede producir lo que Martí Pellón denomina "efecto autorregulador", por el que el aumento del ahorro que se canaliza hacia la renta variable incrementa los fondos de que disponen los operadores de capital-riesgo, quienes en un principio, desean dirigirse hacia empresas con un cierto grado de desarrollo, por tener un historial analizable, pero que, al encontrarse con que son muchos los inversores que quieren pugnar por entrar en las mismas empresas, elevándose el precio de sus acciones y reduciendo la rentabilidad de la operación, algunos de ellos, desplazan su atención hacia empresas más inmaduras, en las que los precios de las acciones son menores por el mayor riesgo y la menor presión de la demanda (MARTÍ PELLÓN, 1998, págs. 24-25).

(30) En relación con las plusvalías que provienen de bienes muebles, en Alemania están exentas las que se generan en seis meses, en Austria las que se generan en períodos superiores a un año, en EE.UU. se concede un diferimiento por reinversión en acciones y en el Reino Unido existe un mínimo exento de 1.500.000 pesetas.

(31) Las personas jurídicas pueden deducir de sus declaraciones por el IS el 20 por 100 del importe de la aportaciones dinerarias al patrimonio de los FCR y a los fondos propios de las SCR, siempre y cuando se desembolsen íntegramente y permanezcan en el activo de la sociedad o fondo durante cinco años (NF 3/1996, art. 59). En Navarra, la deducción es por la misma cantidad cuando la inversión se hace en sociedades de promoción de empresas.

(32) El problema para establecer una definición de la PYME es generalizado. En España no existe una definición unánimemente aceptada en nuestro sistema impositivo. La única referencia común es la adoptada por la IV Directiva de Sociedades de la CE, que considera que una empresa es pequeña cuando cuenta con menos de 50 trabajadores, su activo neto no sobrepasa los 200 millones de pesetas y su renta no alcanza los 850 millones. Las empresas medianas tienen entre 50 y 250 empleados, su activo neto está comprendido entre 200 y 450 millones y sus ventas alcanzan un volumen que oscila entre 850 y 1.750 millones de pesetas. Estos umbrales de definición se consideran máximos. Los estados miembros, el BEI y el FEI pueden fijar umbrales inferiores en determinados casos o utilizar (para determinadas políticas) exclusivamente el número de empleados.

(33) Recordemos que desde los años noventa se produjo un cambio de orientación en la actividad de capital-riesgo, en la que fue perdiendo importancia la financiación de empresas en proceso de arranque o crecimiento frente a la inversión en empresas de mayor dimensión o ya consolidadas. La mayoría de los recursos captados a partir de 1997 pretende la entrada en empresas de grandes dimensiones, por lo que la escasez de recursos para empresas en etapas iniciales seguirá produciéndose en los próximos años (MARTÍ PELLÓN, 1998a, págs. 43-45).

(34) Junto con el capital-riesgo desarrollado por entidades especializadas, existe una actividad inversora que llevan a cabo los inversores particulares, *business angels*, aunque en España esté condicionada por compromisos sentimentales o familiares, en lugar de objetivos profesionales (MARTÍ PELLÓN, 1998a, págs. 65-67). Según la Comisión, este tipo de inversores, muy comunes en EE.UU., también existe en Europa, pero se trata de un fenómeno no generalizado, y los inversores potenciales se quejan de que cuesta encontrar empresa apropiadas. Recomienda a los estados miembros examinar la manera de fomentar esta forma de inversión a través de incentivos fiscales y la creación de redes de contacto allá donde existan (Comunicación de la Comisión. "Mercados europeos de capital para las PYME: perspectivas y posibles obstáculos al progreso", COM (97) 187 final).

(35) Tanto en el EASDAQ como en el EURO-NM, casi la mitad de las empresas cotizadas, el 40 por 100 y el 46,81 por 100 respectivamente, tenían en el momento de su admisión capital-riesgo en su accionariado, además de que la mitad de capital emitido en estos mercados procede de estas SFCR.

BIBLIOGRAFÍA

- ALCALÁ OLID, F. (1995), *El capital-riesgo en España: Análisis del procedimiento de actuación*, Civitas, Madrid.
- ANTÓN, Y. (1998), "El capital-riesgo como alternativa financiera", *Actualidad Financiera*, nº 8.
- ARRANZ, G. (1998), *Cinco Días*, 23 de marzo.
- BERGARECHE BUSQUET, S. (1987), "Valoración de la nueva normativa sobre capital-riesgo", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, págs. 101-105.
- CAMBELL, K. (1988), *Expansión*, 12 de diciembre.
- MARMOLEJO OÑA, C. (1987), "El capital-riesgo en Estados Unidos y en Europa", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, págs. 63-100.
- MARRERO CABRERA, J. (1998), "1ª Ponencia. Financiación". *Mono-gráfico PYME, Información Comercial Española*, nº 771, páginas 21-29.
- MARTÍ PELLÓN, F. (1995), *El capital-riesgo en España. 1994-1995*, IMPI, Madrid.
- (1998a), *El capital inversión en España. 1997*, Civitas, Madrid.
- (1998b), *El País. Negocios*, 14 de junio.
- (1999), *El País. Negocios*, 18 de julio.
- Memento Práctico Fiscal. 1998*, F. Lefebvre, Madrid.
- Memento Práctico Fiscal. 1999*, F. Lefebvre, Madrid.
- MATA GALÁN, E.J. (1987), "Opiniones", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, páginas 154-157.
- MÍNGUEZ PRIETO, R. (1998), "Novedades normativas en materia de entidades de capital-riesgo", *Actualidad Financiera*, nº 6.
- MONTORO ROMERO, C. (1998), "El entorno macroeconómico, la política de desregulación y las líneas financieras de apoyo para la PYME española", *Monográfico PYME, ICE*, nº 771, págs. 141-148.
- NAVARRO M. (1987), "El capital-riesgo busca su oportunidad", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, págs. 145-149.
- PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO (1987), *Capital-Riesgo*, "Introducción", nº 20, págs. 5-9.
- SLOLEY, A. (1999), "Venture capital. Brighter later?", *Computer Business Review*, págs. 8-11.
- SOLER MOVILLA, M^a A. (1999), "EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, nº 1, págs. 41-60.
- SUAU ALLÉS, A. (1998), *Fiscalidad de las operaciones financieras*, CISS, Valencia.
- TORRES PICAMAL, J. (1987), "Opiniones", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, páginas 170-172.
- USANO CRESPO, D. (1987), "Innovación, capital-riesgo y fiscalidad", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, págs. 45-63.
- ZANCADA PEINADO, F. (1987), "Problemática actual del capital-riesgo: enfoque financiero", *Papeles de Economía Española*, SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO, nº 20, págs. 10-20.